جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم الدراسات العليا
شعبة المحاسبة

رسالة ماجستير في المحاسبة بعنوان :

مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية

إعداد الطالبة:

جهان فتحي جديني

إشراف :

الأستاذ الدكتور: محمد جليلاتي

كلمة شكر وتقدير

أتقدم بخالص الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور محمد جليلاتي لما أبداه من توجيهات سديدة وملاحظات علمية قيمة في كل مراحل الدراسة والتي كان لها أبلغ الأثر في إنجازها على النحو المطلوب.

كما أذكر بالشكر والتقدير السادة أعضاء لجنة المناقشة والحكم لتحملهم عناء قراءة ومناقشة وتقويم الدراسة وتقديمهم الآراء السديدة لإغنائها.

كما أتقدم بالشكر لكافة العاملين في سوق دبي المالي وشركات الوساطة المالية لما أبدوه من تعاون كامل في مرحلة إعداد الدراسة الميدانية.

والحمد لله رب العالمين أولاً وأخيراً

الإهداء

إلى من كان سبباً لوجودي في الحياة.....

إلى أمي الحبيبة التي أرضعتني حليباً مترعاً بحب الآخرين...

إلى والدي العزيز ومثلي الأعلى في الحياة الذي زرع في خلدي حب الله والوطن.....

إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء.....

إلى زوجي العزيز وشريكي في أفراحي وأحزاني.....

إلى طفلي الذي في احشائي.....

أهدي هذا الجهد المتواضع بكل حب وشوق وإحترام وأرجو من الله أن يوفقني لأعمل المزيد في الأيام القادم.

قائمة المحتويات

ملخص الدراسة	١
المقدمة	٣
أهمية البحث	٤
مشكلة البحث	٤
هدف البحث	٦
فروض البحث	٦
منهج البحث	٧
مجتمع وعينة البحث	٨
الدراسات السابقة	٨

الفصل الأول: الأسواق المالية

البحث الأول: مقدمة في الأسواق المالية

مفهوم الأسواق المالية.	٢٣
أنواع أسواق المالية:	٢٥
• الأسواق الحاضرة.	٢٥
• الأسواق المالية المستقبلية.	٢٩
المتعاملون في الأسواق المالية	٣٣
أنواع الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية:	٣٥
• الأسهم.	٣٥
• السندات.	٣٦
• أذونات الخزينة.	٣٧
• وحدات صناديق الاستثمار.	٣٧
• شهادات الإيداع القابلة للتداول.	٣٧
	٣٨

مؤشرات الأسواق المالية:

- تعريف المؤشر. ٣٨
- أنواع المؤشرات. ٣٨
- استخدامات المؤشر. ٣٨
- كيفية بناء المؤشر ٤٠
- طرق احتساب المؤشرات. ٤١

البحث الثاني: أهمية ومحاذير سوق الأوراق المالية

أهمية الأسواق المالية: ٤٨

- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الأولية. ٤٨
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثانوية. ٤٩
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثالثة. ٥١
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الرابعة. ٥١

متطلبات قيام سوق للأوراق المالية. ٥٢

مقومات نجاح سوق الأوراق المالية. ٥٤

الأزمات المالية: ٥٦

- **أسباب الأزمات المالية.** ٥٦
- **تحليل لأهم الأزمات المالية:** ٥٩
  - أزمة عام ١٩٢٩. ٥٩
  - أزمة سوق المناخ. ٦١
  - أزمة النمور الآسيوية. ٦٤
  - أزمة عام ٢٠٠٨. ٦٦
- **محاذير سوق الأوراق المالية** ٧٣

البحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

مفهوم الكفاءة لسوق الأوراق المالية. ٧٥
أنواع كفاءة الأسواق المالية. ٧٧
متطلبات سوق الأوراق المالية الكفء. ٧٨
الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية. ٧٩
أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية. ٨٠
آليات مقترحة لتعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. ٨٠

الفصل الثاني: صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية

البحث الأول: أسس صناعة القرار الاستثماري السليم

مفهوم الاستثمار ٨٧
أنواع القرارات الاستثمارية. ٨٨
المقومات الأساسية لقرارات الاستثمار. ٨٩
- إستراتيجية الاستثمار. ٨٩
- الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ قرار الاستثمار. ٩٦
- العلاقة بين العائد والمخاطرة. ٩٨
  - العائد: ٩٨
    - أنواع العائد. ٩٨
    - قياس العائد. ٩٩
  - المخاطرة: ٩٩
    - مصادر المخاطر الاستثمار. ١٠٠
    - أنواع المخاطر. ١٠٠
    - قياس مخاطر الاستثمار. ١٠٢

البحث الثاني: محافظ الأوراق المالية

مفهوم محفظة الأوراق المالية. ١٠٧

أنواع المحافظ الاستثمارية. ١٠٧

بناء المحفظة الاستثمارية: ١٠٨

- المقومات الأساسية للمحفظة الشاملة والمتوازنة. ١٠٩
- محددات وضوابط بناء المحفظة الاستثمارية. ١١٠
- طرق تكوين وتشكيل المحفظة الاستثمارية. ١١٢

إدارة المحفظة الاستثمارية: ١١٤

نظرية محفظة الأوراق المالية. ١١٩

- عائد ومخاطرة المحفظة. ١١٩
- المبادئ الأساسية لنظرية المحفظة. ١٢٣
- الفروض الأساسية لنظرية المحفظة. ١٢٤

تقييم أداء المحفظة الاستثمارية. ١٢٤

- مؤشر شارب. ١٢٤
- مؤشر ترينور. ١٢٥
- مقياس جنسن. ١٢٦
- نموذج فاما. ١٢٧

الفصل الثالث: التحليل الأساسي والفني

البحث الأول: التحليل الأساسي

مفهوم التحليل الأساسي والغاية منه. ١٣٠

المداخل البديلة للتحليل الأساسي. ١٣١

خطوات التحليل الأساسي: ١٣١

أ. **تحليل الظروف الاقتصادية الكلية:** ١٣١

- السياسة المالية. ١٣٢
- السياسة النقدية. ١٣٣
- الناتج المحلي الإجمالي. ١٣٤

- معدل التضخم. ١٣٦
- أسعار الصرف. ١٣٧

ب. تحليل ظروف الصناعة: ١٣٨

- تحليل دورة حياة الصناعة. ١٤٠
- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة. ١٤١
- التنبؤ بمعدل نمو الربحية. ١٤٢

ج. تحليل الشركة: ١٤٣

- تعريف بالقوائم المالية وأهميتها. ١٤٤
- التحليل باستخدام النسب المالية للشركة. ١٤٨
- تقييم الأسهم وفق نماذج خصم التدفقات والتوزيعات النقدية. ١٥٧

البحث الثاني: التحليل الفني

مفهوم التحليل الفني. ١٦١

خصائص التحليل الفني. ١٦١

مقاييس التحليل الفني. ١٣١

الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني. ١٦٢

مقاييس التحليل الفني. ١٦٢

مزايا التحليل الفني. ١٦٣

التحديات التي تواجه التحليل الفني. ١٦٣

أدوات التحليل الفني. ١٦٤

نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني. ١٦٥

- نظرية داو. ١٦٥
- نظرية الرأي المخالف. ١٦٦

أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق. ١٦٦

- مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين. ١٦٦
- مقاييس وجهة النظر المضادة. ١٦٨
- مقاييس المستثمر المحترف. ١٦٨

١٦٩

أدوات التحليل الفني لسعر السهم.

- الخط البياني. ١٧٠
- الأعمدة البيانية. ١٧٠
- الشموع البيانية. ١٧١
- خرائط النقطة والشكل. ١٧١
- خريطة المتوسط المتحرك. ١٧٢

الفصل الرابع: حالة عملية على سوق دبي المالي

نطاق مجتمع الدراسة ووصف عينتها ١٧٩

الأساليب المستخدمة في جمع البيانات ١٨٩

اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها ١٩٠

الأساليب الإحصائية المتبعة في تحليل البيانات ١٩١

الدراسة الديمغرافية ١٩٢

تحليل نتائج الاستبيان. ١٩٦

النتائج والتوصيات ٢٢٢

قائمة المراجع ٢٢٩

الملاحق ٢٤٣

قائمة الجداول:

الجدول رقم (١): نسب السيولة ١٥٠

الجدول رقم (٢): نسب الربحية ١٥١

الجدول رقم (٣): نسب إدارة الأصول ١٥٢

الجدول رقم (٤):نسب إدارة المديونية ١٥٣

الجدول رقم (٥): نسب التغطية ١٥٤

الجدول رقم (٦): النسب الاستثمارية ١٥٥

الجدول رقم (٧): تحديد حجم العينة ١٧٩

الجدول رقم (٨): توزيع المستثمرين ضمن العينة حسب طبيعتهم ١٨٠

الجدول رقم (٩): توزيع المستثمرين ضمن العينة حسب جنسياتهم ١٨١

الجدول رقم (١٠): توزيع المستثمرين الأفراد ضمن العينة حسب العمر ١٨٢

الجدول رقم (١١): توزيع المستثمرين الأفراد ضمن العينة حسب المستوى التعليمي ١٨٣

الجدول رقم (١٢): توزيع المستثمرين الأفراد ضمن العينة حسب التخصص العلمي ١٨٤

الجدول رقم (١٣): توزيع المستثمرين الأفراد ضمن العينة حسب مجال عملهم الوظيفي ١٨٥

الجدول رقم (١٤): توزيع المستثمرين ضمن العينة حسب مدة الاستثمار بالسوق ١٨٦

الجدول رقم (١٥): توزيع المستثمرين ضمن العينة حسب حجم الاستثمار ١٨٧

الجدول رقم (١٦): توزيع المستثمرين ضمن العينة حسب نمط استثمارهم ١٨٨

الجدول رقم (١٧): تأثير العوامل الديمغرافية على مدى الاعتماد على التحليل الأساسي ١٩٢

الجدول رقم (١٨): تأثير العوامل الديمغرافية على مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني ١٩٣

الجدول رقم (١٩): تأثير العوامل الديمغرافية على مدى معرفة المستثمرين لأدوات ومعايير ١٩٤

التحليل الأساسي

الجدول رقم (٢٠): تأثير العوامل الديمغرافية على مدى معرفة المستثمرين لأدوات ومعايير التحليل الفني ١٩٥

الجدول رقم (٢١): التحليل المعتمد من قبل المستثمرين في عملية صنع قرارهم الاستثماري ١٩٧

الجدول رقم (٢٢): مدى معرفة المستثمرين بأدوات ومعايير التحليل الأساسي ١٩٨

الجدول رقم (٢٣): مدى معرفة المستثمرين بأدوات ومعايير التحليل الفني ١٩٩

الجدول رقم (٢٤): مدى إعتماد المستثمرين على التحليل الأساسي ٢٠٠

الجدول رقم (٢٥): مدى إعتماد المستثمرين على التحليل الفني ٢٠١

الجدول رقم (٢٦): مدى اعتماد المستثمرين على نتائج التحليل الأساسي عند تعارضها مع نتائج التحليل الفني. ٢٠٢

الجدول رقم (٢٧): مدى اعتماد المستثمرين على نتائج التحليل الفني عند تعارضها مع نتائج التحليل الأساسي. ٢٠٣

الجدول رقم (٢٨): العلاقة بين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين وبين درجة الاعتماد عليهما. ٢٠٤

الجدول رقم (٢٩): تكرارات الأهمية النسبية والوسط الحسابي والانحراف المعياري لمصادر المعلومات الإستثمارية ٢٠٧

الجدول رقم (٣٠): نتائج اختبار t للفرضية الثالثة ٢١٠

الجدول رقم (٣١): تكرارات الأهمية النسبية والوسط الحسابي والانحراف المعياري للعوامل المؤثرة على القرار الاستثماري. ٢١٢

الجدول رقم (٣٢): نتائج اختبار t للفرضية الرابعة ٢١٤

الجدول رقم (٣٣): نتائج نتائج التحليل الإحصائي المتعلقة بتفسير مؤشرات التحليل الأساسي ٢١٧

الجدول رقم (٣٤): نتائج نتائج التحليل الإحصائي المتعلقة بتفسير مؤشرات التحليل الفني ٢١٩

ملـخص الـدراسـة:

تهدف الدراسة إلى التعرف على مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي والعوامل المؤثرة على قرارهم الاستثماري باعتباره المحدد الرئيسي لسلوك أسعار الأسهم.

بحثت الدراسة في جانبها النظري مفهوم الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية ومتطلبات قيامها ونجاحها، ومفهوم كفاءة السوق والصيغ المختلفة له، كما تم التعرف على أسباب الأزمات المالية والانهيارات التي قد تتعرض لها الأسواق المالية من خلال تحليل لأهم الأزمات المالية التي حدثت وبيان أسبابها وتداعياتها على الإقتصادات العالمية.

كما تم بيان الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الإستثماري السليم والكيفية التي يتم بها إعداد إستراتيجية الاستثمار وبناء المحافظ الإستثمارية وإدارتها، وشرح للمداخل الرئيسية لاتخاذ القرار الإستثماري السليم وهي التحليل الأساسي والفني وعرض لمنهجيتها ومدى أهمية كل منها في صنع القرار الإستثماري الرشيد.

ومن الناحية العملية فقد تناولت هذه الدراسة أسس اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، والتعرف على العوامل المؤثرة على قراراتهم الاستثمارية ومصادر معلوماتهم الاستثمارية، واختبار درجة الوعي الاستثماري ومدى معرفة المستثمرين في سوق دبي المالي لأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني، ومدى اعتمادهم عليهما في صناعة القرار الاستثماري، والعوامل المؤثرة على ذلك.

وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

١. يعتبر التحليل الفني مكملاً للتحليل الأساسي وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.
٢. انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٣. تعتبر الإشاعات السائدة في السوق أحد مصادر المعلومات المهمة المتاحة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٤. هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري وهي ليست مرتبطة بشكل مباشر بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة بشكل واضح مثل : (عوامل دينية، عوامل سياسية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية ..).

٥. لا يمتلك المستثمرون في سوق دبي المالي الوعي الاستثماري الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني مما يؤثر سلباً على درجة استخدامهما في صناعة قرارهم الاستثماري.

٦. يتوقف مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الإستثماري السليم على عدة عوامل منها: درجة وعي المستثمرين، درجة كفاءة السوق، نمط الاستثمار، المستوى التعليمي للمستثمر..إلخ.

أولاً - المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية من أهم الأدوات والمقومات الاقتصادية التي تهيئ المناخ المناسب لتحقيق حركة سلسة للأموال من خلال عمليات البيع والشراء للأسهم والسندات وبالتالي فتح الفرصة أمام تحديد سعر عادل للأسهم والسندات وغيرها من السلع المالية المتداولة في السوق.

وإن وجود أسواق رأسمالية أولية وبورصات أوراق مالية تتميز بالكفاءة له مزايا عديدة من أهمها المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية والدين، وتوفير السيولة للمستثمرين، وتقليل مخاطر الإستثمار المالي، وتسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها إدخارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع، وتحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نمو الأرباح، وتشجيع الاستثمارات الرأسمالية ذات الريعية في الإقتصاد القومي، وإيجاد فرص عمل جديدة وتخفيض معدلات البطالة، ورفع مستويات الدخل، وزيادة الإنتاج، وتخفيض معدلات التضخم وتسريع معدلات النمو الإقتصادي.

إلا أنه على الرغم من كل إيجابيات البورصة فإن المخاطر فيها لا تقل عن الإيجابيات، فالمضاربون والسماسرة من خلال قرارهم الاستثماري قد يحولوا هذا المناخ الإيجابي – افتراضيا"- إلى بيئة مضطربة لأسعار الأسهم قد تؤدي إلى مضاعفة ثروات البعض ومسح ادخارات واستثمارات الآخرين.

وقد كان من أشهر إنهيارات البورصات على مر التاريخ ذلك الإنهيار الكبير الذي حدث في سوق وول ستريت بـ نيويورك عام ١٩٢٩، وكان من أبرز معالمه أن اختفت مبالغ تقدر بالمليارات من بورصة نيويورك في يوم وليلة، ووصف هذا الإنهيار بأنه من أبرز الأحداث التي شهدها القرن العشرون لأنه تسبب في نشوء الأزمة الإقتصادية العالمية التي عانى منها العالم بأسره في فترة الثلاثينيات وأدى إلى موجة كساد طويلة لم يفق منها العالم بسهولة، كان يوم الاثنين الأسود في ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩ هو اليوم الذي شهد بيع ٧٦ مليون سهم لتنهار أسعار الأسهم مسببة خسائر رهيبة تقدر بالمليارات حيث "تبخر" من البورصة آنذاك أكثر من ٣٠ مليار دولار، وبلغ من شدة هذا الإنهيار أن بعض هذه الأسهم المنهارة لم تسترد عافيتها إلا بعد حوالي ربع قرن من هذه الكارثة، وتكررت هذه المأساة في أزمة عام الـ ٢٠٠٨ والتي نتج عنها أحداث وخسائر على مستوى العالم لا تقل أهمية عن تلك التي حدثت نتيجة أزمة الاثنين الأسود.

ثـانيـاً – أهمـية البـحث:

تلعب الأسواق المالية بصفة عامة والقرار الاستثماري بصفة خاصة دوراً مهماً في التحكم بمجريات الاقتصاد العالمي ونمو اقتصاديات وتأخر أخرى.

حيث أن الأسواق المالية تعتبر سلاحاً ذو حدين فقد تتحول إيجابياتها إلى سلبيات وقد تتسبب في نشوء الأزمات الاقتصادية العالمية، وهنا تبرز أهمية الدراسة في محاولتها التعرف على أهمية الأسواق المالية ومتطلبات قيامها وعوامل نجاحها وكفاءتها، إضافة إلى التعرف على أسباب الأزمات المالية والإنهيارات التي قد تتعرض لها الأسواق المالية من خلال تحليل لأهم الأزمات المالية التي حدثت وبيان أسبابها وتداعياتها على الاقتصادات العالمية.

كما تكمن أهمية القرار الاستثماري في كونه المحدد الرئيسي لسلوك الأسعار في سوق الأوراق المالية، حيث أن أحد الأسباب الرئيسية وراء انهيار البورصات في أي مكان في العالم هو غياب الوعي الاستثماري واعتماد القرارات الاستثمارية في الغالب على مجرد الإشاعات أو الأمزجة التي لا تستند إلى دراسة علمية وفنية، من هنا كان لا بد من إلقاء الضوء على الأسس العلمية الصحيحة لصناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية والأسس المتبعة من قبل المستثمرين في سوق دبي المالي في صناعة قرارهم الاستثماري ومدى اعتمادهم على التحليلين الأساسي والفني وإيجاد الحلول المناسبة لمساعدتهم في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

ثـالـثـاً – مشـكلـة البـحـث:

إن الاستثمار كغيره من القرارات الاستثمارية يحتاج إلى تخطيطٍ واعٍ من أجل الاختيار الصحيح للورقة المالية المتداولة في السوق المالية، الأمر الذي يعني ضرورة أن يتعرف المستثمر على كيفية قراءة المعلومات وتفسير المقصود منها والإطلاع على كل ما تصدره الشركات.

وإن ابتعاد المستثمر عن ذلك وسعيه وراء الاشاعات ليعتمد على عواطفه وأحاسيسه الشخصية متجهاً حيث يتجه القطيع على غير هدىً وبدون إستراتيجية واضحة فإنه بذلك سوف يكون عامل هدم في المجتمع بدل أن يكون عامل بناء وإنتاج.

ومن هنا فإنه على المستثمر أن يكون واعياً تجاه المعلومات وأن يتعلم كيف يقرأها ويتعامل معها بما يكفل له اتخاذ القرار الإستثماري الصحيح.

إلا أن الأسواق المالية قد تعاني شذوذاً عن الكفاءة حيث لا تعكس أسعار الأسهم أداء الشركات أو ربحيتها أو التوقعات المستقبلية لها الأمر الذي يجعل الاعتماد على الأسس العلمية الصحيحة لاتخاذ القرار الإستثماري

غير ممكنة ويدفع المستثمر إلى سلوك المضاربة وإتباع سلوك القطيع في عمليات البيع والشراء، كما قد لا تتوفر المعلومات الموثوقة في أيدي متخذي القرار الاستثماري الأمر الذي يجعل الاعتماد على هذه المعلومات سبباً في إتخاذ القرار الإستثماري الخطأ.

وبذلك تتجلى مشكلة البحث في خطورة القرار الاستثماري المبني على الإشاعات بعيداً عن أي منهج علمي، الأمر الذي يؤدي إلى تعريض أحد أهم أركان الإقتصاد الوطني وهو سوق الأوراق المالية إلى مخاطر عدم الثقة وبالتالي فقدان هذا السوق إلى أهم وظيفة من وظائفه وهي تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحقق النمو الإقتصادي الوطني.

ومن ناحية أخرى ضرورة وجود سوق مالية كفء توفر المعلومة الصحيحة والكافية كأحد أهم العناصر الرئيسية التي تم الاستعانة بها لخدمة ترشيد القرار الاستثماري، وتنعكس فيها كافة المعلومات المتعلقة بالأسهم على أسعارها.

لذا فقد رأت الباحثة ضرورة دراسة أسس اتخاذ القرار الإستثماري في سوق دبي للأوراق المالية وإمكانية الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني والوقوف على أهم الأسباب التي تحد من إمكانية الاعتماد عليهما والعمل على إيجاد الحلول المناسبة لها بالمستوى الذي يساعد على ترشيد قرارات الاستثمار على نحو فعال لتجنب حدوث الانهيارات والأزمات المالية، وذلك من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

١. هل يعتبر التحليل الأساسي مكملاً للتحليل الفني أم بديلاً عنه.
٢. ما مدى إعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري.
٣. ماهي مصادر المعلومات الاستثمارية لدى المستثمرين في سوق دبي المالي وهل تعتبر الإشاعات من أحد المصادر المهمة لهم.
٤. ماهي العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية للمستثمرين بسوق دبي المالي، وهل توجد عوامل ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للشركة بشكل واضح تساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في صناعة القرار الاستثماري.
٥. ماهي درجة وعي المستثمرين في سوق دبي المالي، ومدى معرفتهم بأدوات ومؤشرات التحليل الأساسي والفني، وما هي المؤشرات الأكثر أهمية في كل منهما.
٦. ما هي العوامل المؤثرة على مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني.

رابعاً – هدف البحث: يهدف البحث إلى ما يلي :

١. بيان الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الإستثماري السليم والكيفية التي يتم بها إعداد إستراتيجية الاستثمار وبناء المحافظ الاستثمارية وإدارتها، كما سيتم شرح للمداخل الرئيسية لاتخاذ القرار الإستثماري السليم وهي التحليل الأساسي والفني وعرض لمنهجيتها ومدى أهمية كل منها في صنع القرار الإستثماري الرشيد.
٢. بيان أسس اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، وذلك على اختلاف جنسياتهم (إماراتيين، أجانب، عرب، خليجيين) وأنواعهم (مؤسسات، أفراد) وطبيعتهم (مضاربين، مستثمرين).
٣. بيان مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري
٤. التعرف على العوامل المؤثرة على مدى الاعتماد على التحليل الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.
٥. التعرف على العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٦. اختبار درجة الوعي الاستثماري ومدى معرفة المستثمرين في سوق دبي المالي لأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني.
٧. تقديم التوصيات والمقترحات التي من شأنها التغلب على المعوقات التي تحد من الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الإستثماري السليم.

خامساً – فروض البحث :

تنطلق الباحثة من الفروض التالية :

١. يعتبر التحليل الفني مكملاً للتحليل الأساسي وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.
٢. انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٣. تعتبر الإشاعات السائدة في السوق أحد مصادر المعلومات المهمة المتاحة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٤. هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري وهي ليست مرتبطة بشكل مباشر بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو

للشركة بشكل واضح مثل : (عوامل دينية، عوامل سياسية، عوامل اجتماعية، عوامل مادية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية ..).

٥. لا يمتلك المستثمرون في سوق دبي المالي الوعي الاستثماري الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني مما يؤثر سلباً على درجة استخدامهما في صناعة قرارهم الاستثماري.

٦. يتوقف مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم على عدة عوامل منها: درجة وعي المستثمرين، درجة كفاءة السوق، نمط الاستثمار، المستوى التعليمي للمستثمر..الخ.

سادساً – منهج البحث:

١. منهج وصفي: تم من خلاله استعراض خلفية نظرية عن الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية وكفاءتها، كما تم استعراض الأسس العلمية لصنع القرارات الاستثمارية وإعداد إستراتيجيات الاستثمار وبناء وإدارة محافظ الإستثمار وشرح للمداخل العلمية الرئيسية لاتخاذ القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية وهي التحليل الأساسي والفني، وقد اعتمدت الباحثة في عرض مباحث هذه الدراسة وتحليلها على الكثير من المصادر العلمية والدوريات العربية والأجنبية وبعض الرسائل الجامعية التي لها علاقة بموضوع الدراسة، كما تم الاعتماد على العديد من الدراسات السابقة والمؤلفات الصادرة عن إقتصاديين مرموقين، وغير ذلك من الوثائق ذات الصلة بموضوع البحث.

٢. الدراسة الميدانية: لتحقيق أهداف هذه الدراسة واختبار فرضياتها وجمع البيانات اللازمة، اعتمدت الباحثة على استخدام استمارة الاستبيان وأسلوب التحليل الإحصائي كأداتين متكاملتين، حيث صممت استمارة الاستبيان لهذا الغرض وتم تحكيمها من قبل العديد من الخبراء ذوي الاختصاص، ووزعت الاستبيانات على أفراد العينة بواسطة شركات الوساطة المالية.

٣. ولقد استخدمت الباحثة العديد من الأساليب الإحصائية الوصفية من أجل وصف مجتمع الدراسة وعينتها، كما استخدمت مجموعة الأساليب الإحصائية المناسبة لتحليل البيانات التي تم جمعها من عينة الدراسة واختبار فرضيات الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة:

ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها، تم تحديد مجتمع الدراسة بجميع المستثمرين الفاعلين في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من ١/١/ ٢٠٠٨ ولغاية ٢٠٠٩/٤/٣٠، والذي بلغ عددهم / ١١٤,٠٠٠/ مستثمر منقسمين حسب طبيعتهم إلى أفراد ومؤسسات وحسب جنسياتهم إلى: عرب وخليجيين وإماراتيين وأجانب.

وقد تم اختيار عينة البحث من ضمن المستثمرين وتم توزيعهم ضمن العينة حسب طبيعتهم إلى /أفراد ومؤسسات/ وحسب جنسياتهم إلى:/ عرب وخليجيين وإماراتيين وأجانب/ وذلك بناء على أحجام تداولهم أي بناء على تأثيرهم في السوق وليس بناء على أعدادهم، حيث تم توزيع / ٣٨٥/ استبيان على المستثمرين في سوق دبي المالي، وقد كان عدد الاستبيانات المرتجعة / ٣١٥/ استبيان أي ما نسبته ٨١ % بعد استبعاد الاستبيانات التي لم تستوفي البيانات المطلوبة.

سابعاً – الدراسات السابقة: لقد حظي موضوع تحليل سلوك أسعار الأسهم ودراسة العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم (التحليل الأساسي) وذلك لبيان المؤشرات الممكن الاعتماد عليها في التنبؤ بأسعار الأسهم وسلوكها، لقد حظي هذا الموضوع باهتمام العديد من الباحثين والدارسين، حيث كان ولا زال مجالاً واسعاً للأبحاث والدراسات التطبيقية، في حين لم يحظ التحليل الفني بعد بهذا الاهتمام ولم أحظ بفرصة الإطلاع على أي منها، ونستعرض فيما يلي ملخص عن عدد من تلك الدراسات ذات الصلة بموضوع البحث " تحليل سلوك أسعار الأسهم " على الشكل التالي:

١. دراسة الكيلاني (٢٠٠٧) [١]: والتي قام بها بتصميم نموذج للتنبؤ بالقيمة السوقية لأسهم عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان وذلك بالاعتماد على البيانات الخاصة بمتغيري الأرباح الموزعة للسهم والقيمة الدفترية للسهم، وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين عامي ١٩٩٨-٢٠٠٢، وقد أظهرت نتيجة تحليلي الارتباط والانحدار الخطي البسيط وجود علاقة طردية قوية بلغت (٠,٨٤٧) بين القيم المتوقعة للأسهم والقيمة السوقية الفعلية لهذه الأسهم لعام ٢٠٠٣، كما بلغت درجة الثقة في النموذج (١٠٠ %) حسب قيمة (sig t).

٢. دراسة عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن باشيخ (٢٠٠٧)[٢]: كان الهدف من هذه الدراسة هو التعرف على أهم المتغيرات المستقلة المؤثرة على أسعار الأسهم السعودية والتي يمكن الاعتماد عليها في عملية التنبؤ بالأسعار السوقية للأسهم، وتحديد أهم العوامل التي تؤثر على قرارات صغار

[١] - الكيلاني . د قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من ١٩٩٨ – ٢٠٠٢، مجلة الإداري، سلطنة عمان، المجلد ٢٩، العدد ١٠٩، يونيو ٢٠٠٧، ص ٩٣.

[٢] - عبد الرحمن باشيخ. د. عبد اللطيف بن محمد، دراسة بعنوان " أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، ندوة السوق المالية السعودية، أبها، نوفمبر، ٢٠٠٧.

المستثمرين في سوق الأسهم السعودي وذلك بهدف مساعدة صغار المستثمرين نحو ترشيد قراراتهم الإستثمارية، واعتمد الباحث على بيانات جميع الشركات السعودية المسجلة في سوق الأوراق المالية وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٣ – ٢٠٠٥ واختبرت العلاقة بين أسعار الأسهم والبيانات المحاسبية (القيمة الدفترية، العائد على الأسهم، الربح الموزع للسهم، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق المساهمين، معدل دوران الأصول، نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، مكرر السعر، مردود الربح الموزع)، حيث أثبتت الدراسة تأثير المعلومات المحاسبية المنشورة في التقارير الربع سنوية والسنوية على قرارات صغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي عند صنع قرار الشراء أو البيع في الأسهم، كما أثبتت الدراسة أن القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، ومكرر الأرباح، ومكرر السعر، والربح الموزع للسهم، ومردود الربح الموزع، ومعدل العائد على حقوق المساهمين، تعتبر من أهم المتغيرات المحاسبية المؤثرة على القيمة السوقية للسهم في السوق السعودي، بينما: معدل دوران الأصول، ونسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة، ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول، ومعدل العائد على الأصول، لا تعتبر من أهم المتغيرات المحاسبية المؤثرة على القيمة السوقية للسهم في السوق السعودي.

٣. دراسة زعرب وشراب (٢٠٠٧)[١] : تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، ولإنجاز ذلك قام الباحثان بإجراء دراسة تطبيقية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، حيث اعتمدت منهجية الدراسة على جمع بيانات من خلال تقارير السوق، وغطت الدراسة الفترة ما بين ٢٠٠٥ – ٢٠٠٧ م، وتم استخدام أسلوب الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، ولقد أسفرت الدراسة عن عدة نتائج كان أهمها :وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التالية: (نصيب السهم من الأرباح، تاريخ الإعلان عن توزيع أرباح نقدية، نصيب السهم من الأرباح النقدية، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة) وبين سعر السهم، وإن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

[١] - زعرب. د. حمدي، شراب. صباح، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية – دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، ٢٠٠٧، ص ٥٥٧.

٤. دراسة الشحومي والتومي (٢٠٠٦)[١] : أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الليبية بهدف تقييم المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية في سوق الأوراق المالية وتحديد أهم العوامل المؤثرة التي يعتمد عليها المستثمر عند اتخاذ قراره الإستثماري، كما تهدف إلى بيان المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية التي يتوجب الإفصاح عنها للمساعدة في ترشيد قرارات الإستثمار في الأوراق المالية، وقد خلصت الدراسة إلى أن المعلومات المحاسبية تمثل جزءاً أساسياً من المعلومات التي تساهم في وضع أو إنشاء هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، كما تساعد المستثمرين في اختيار أفضل محفظة للأوراق المالية وإن توافرها يؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرار الإستثماري مما يساعد على اتخاذ القرار السليم الذي يحقق المنفعة المطلوبة، وإن أسعار وأحجام التداول تتأثر بتحليل السلاسل الزمنية للمعلومات المحاسبية لما لهذه المعلومات من تأثير على تكوين توقعات المستثمرين حول أداء الشركات.

٥. دراسة عطا الله وراد خليل (٢٠٠٥)٢: هدف هذا البحث إلى تحديد أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، واختبار مدى منفعة المعلومات المحاسبية لهم، حيث قام الباحث باستقراء تحليلي لنتائج الدراسات السابقة لتأصيل الجوانب العلمية للبحث في الفترة من ١٩٩٥- ٢٠٠٣، كما قام الباحث بإجراء تحليل كمي لنوعية كل من التقارير والمعلومات التي تفصح عنها هذه الشركات والتي يعتمد عليها المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية في سوق عمان المالي، وقد انتهى البحث إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق عمان المالي وبين معلومات السوق والمعلومات المحاسبية للمؤسسات المدرجة داخل السوق، إلا أن هناك تباين في مدى تأثير هذه العوامل المحاسبية والمالية على كل قطاع، كما أن المعلومات المنشورة داخل التقارير المالية تؤثر في القرار الاستثماري للمستثمرين إلا أنها غير كافية ويخضع قرارهم الاستثماري نتيجة لذلك إلى التوجه الشخصي غير العقلاني في بعض الأحيان.

٦. دراسة المغايرة (٢٠٠٤)[٣] : تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين أسعار الأسهم الأردنية وعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة وذلك باستخدام منهجية (Johansen) في تحليل الـ (Cointegration) وباستخدام بيانات شهرية خلال الفترة من كانون الثاني ١٩٨٧ إلى تشرين الثاني

---

[١] - الشحومي.سليمان سالم – التومي. بدر الدين الصادق، دراسة بعنوان " أثر المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية"، المؤتمر الوطني الأول حول المحاسبة " المحاسبة مهنة ومعايير ... تقييم وإصلاح " ، الجماهيرية الليبية، ٢٠٠٦.

[٢] - خليل .د.عطا الله وارد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية والمالية، المؤتمر العلمي الرابع، ٢٠٠٥.

[٣] - المغايرة. أكثم، العلاقة السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية في الاقتصاد الأردني، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، كلبة الاقتصاد والإدارة، المجلد ١٧، العدد الثاني، ٢٠٠٤.

٢٠٠٠، وتبين من نتائج هذه الدراسة أن المتغيرات الاقتصادية الكلية (الصادرات، الاحتياطيات الأجنبية، أسعار الفائدة، التضخم، الإنتاج الصناعي) تنعكس في أسعار الأسهم في سوق رأس المال الأردني.

٧. دراسة عبد القادر والفضل (٢٠٠٣)[١] : هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للأسهم العادية، حيث أجريت الدراسة على عينة من الشركات الأردنية والعراقية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي للسهم، وكانت العلاقة أقوى في السوق العراقية منها في السوق الأردنية.

٨. دراسة عبد الناصر إبراهيم نور (٢٠٠٣)[٢]: تهدف هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم المدرجة في السوق المالي ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية، ولتحقيق أهداف الدراسة تم أخذ ٦٩ شركة مساهمة مدرجة في كل من سوقي بغداد وعمان للأوراق المالية موزعة على السوقين وعلى ثلاثة قطاعات مختارة هي القطاع الزراعي والصناعي والخدمي، حيث تم الاعتماد على اختبار T للفروقات الإحصائية ومعامل ارتباط كاندال الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية بين المتغيرين ولجميع سنوات الدراسة مما يعني أن أسعار الأسهم في كل من السوقين لا ترتبط بكمية الأسهم المتداولة في السوق وإنما تتحدد على أساس مجموعة من العوامل أهمها توزيعات الأرباح.

٩. دراسة أبو حشيش (٢٠٠٣)[٣]: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية، ودور القوائم المالية في ذلك، حيث بينت الدراسة أن سعر السهم في بورصة الأوراق المالية يرتبط طردياً مع كل من: (عائد السهم، صافي الربح/ حقوق الملكية، صافي الربح/ إجمالي الأصول، صافي الربح/ إيرادات النشاط العادي، صافي التدفقات النقدية/ إجمالي الأصول، حقوق الملكية/ إجمالي مصادر الأموال، نسبة التداول، نسبة الفوائد/ إجمالي المصروفات، القيمة السوقية/ القيمة الدفترية)،كما يرتبط بعلاقة مع كل من : (

---

[١] - نور. عبد القادر– الفضل .مؤيد، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية (دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية)، دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد (٣٠)، العدد (١)، ٢٠٠٣ م، ص ١٨٣.

[٢] - ابراهيم نور .عبد الناصر، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، م ١٧، العدد ١، ٢٠٠٣، ص ٤١.

[٣] - أبو حشيش. خليل، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الأردنية الهاشمية: دراسة تطبيقية، مجلة البصائر، جامعة الإسراء، عمان - الأردن، المجلد ٧، ٢٠٠٣، ص ١٤٩.

عائد السهم، القيمة السوقية/ القيمة الدفترية، حقوق الملكية/ إجمالي مصادر الأموال، الربح الموزع /الربح المحقق، صافي الربح/ إجمالي الأصول)، كما وأنه يرتبط بعلاقة عكسية مع كل من: (الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول، إجمالي الدائنين/ إجمالي مصادر الأموال، نسبة الأجور/إجمالي المصروفات).

١٠. دراسة حداد (٢٠٠١)[١]: والتي اختبر فيها الباحث العلاقة بين المعلومات المحاسبية والمتغيرات في سعر السهم، حيث ربط بين القيمة السوقية للسهم وكل من: (عائد السهم، العائد الموزع، مجمل الديون، المبيعات على الشركات الأردنية)، ووجد أن هناك علاقة معنوية بين سعر السهم وتوزيعات الأرباح ومجمل الديون.

١١. دراسة عبد الحافظ (٢٠٠٠)[٢]: تبحث هذه الدراسة اختبار العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار هذه الأسهم لعينة من الشركات، ومن نتائج هذه الدراسة أن هناك علاقة واضحة بين عوائد الأسهم المحسوبة وفقًا لمبدأ التكلفة التاريخية وأسعار الأسهم لجميع الشركات محل الدراسة، في حين أكدت الدراسة عدم وجود أدلة قوية من خلالها الاستدلال على وجود العلاقة السابقة في حالة احتساب العوائد المحسوبة وفقًا لمفاهيم التدفقات النقدية، وبالتالي فإن هذه الدراسة قد أظهرت وجود علاقة بين أسعار الأسهم وعوائدها ولكن لا يمكن تفسير التغيرات في هذه العلاقة نتيجة للتغيرات في معدلات التضخم السارية.

١٢. دراسة الرواشدة (١٩٩٩)[٣]: هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر السياسة النقدية غير المباشرة على عوائد الأسهم وأحجام التداول في سوق عمان المالي، حيث تم بناء نموذجين قياسيين يمثلان أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على كل من العائد وحجم التداول، وخلصت الدراسة إلى أن المتغيرات الاقتصادية الكلية لها تأثير مهم إحصائياً على العائد وحجم التداول.

١٣. دراسة البديعي وأبو نصار (١٩٩٩)[٤]: أظهرت نتائج الدراسة والتي أجريت على ٤٧ شركة مساهمة عامة أردنية، أن متغير مستوى حصة السهم من الأرباح والتغير في حصة السهم من الأرباح متغيران ملائمان لتفسير التغير في أسعار الأسهم، كذلك أوضحت النتائج أن متغير مستوى حصة السهم من الأرباح أهم من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح في تفسير التغيرات

---

[١] - فريح حداد.سامر شتيوي، المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بورصة عمان، رسالة ماجستير، إشراف: د. فايز حداد، الجامعة الأردنية، كلية الإدارة، ٢٠٠١.

[٢] - السيد البدوي. د. عبد الحافظ، السيولة ومعدلات العائد على الأسهم العادية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، السنة ١٢، الأعداد الأول والثاني والثالث والرابع، ٢٠٠٠.

[٣] - رواشدة .محمد عقلة، السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، ١٩٩٩.

[٤] - الدبعي .مأمون – أبو نصار .محمد، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، مجلة دراسات، المجلد ٢٦، العدد ٢، ١٩٩٩، ص٣١٢.

الحاصلة في العوائد السوقية للأسهم، كما بينت الدراسة أن إدخال المتغيرين معاً في نموذج العلاقة يؤدي إلى خفض خطأ قياس الأرباح غير المتوقعة، وخطأ القياس الناتج عن استخدام متغير التغير في حصة السهم من الأرباح.

١٤. دراسة ندا (١٩٩٧)[١]: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم، ودور التقارير السنوية في ذلك، حيث قام الباحث بإعداد نموذج إحصائي لاختبار ستة عشر متغيراً مستقلاً مع سعر السهم السوقي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك أربعة متغيرات تعتبر من أكثر المتغيرات أهمية في التأثير على سعر السهم في سوق الأوراق المالية المصرية وهي القيمة الدفترية للسهم، والعائد على السهم، ومعدل العائد على الأصول، وحقوق المساهمين إلى إجمالي مصادر الأموال.

١٥. دراسة محمد بدر الدين الأمين (١٩٩٧)[٢] : عملت هذه الدراسة على اختبار أهمية البيانات المحاسبية على متخذي القرارات الاستثمارية داخل سوق رأس المال، لذا تم قياس أثر مجموعة من المقاييس المحاسبية على سعر السهم، وهذه المقاييس هي: (نصيب السهم من صافي الربح، نصيب السهم من التوزيعات، العائد على الإستثمار، معدل السيولة، معدل المديونية، إجمالي الأصول)، وذلك لعينة من مجموعة شركات مسجلة في بورصة مسقط للأوراق المالية، وباستخدام أسلوب الانحدار تم قياس أثر هذه المقاييس متجمعة على سعر السهم ، وقد وجد الباحث تفاوتاً كبيراً في تفسير التباين في سعر السهم والقدرة التنبؤية، حيث يمثل نصيب السهم من الأرباح المقياس الأكثر تأثيراً على سعر السهم، بينما وجد أن تأثير المتغيرات الأخرى ضعيف معنوياً.

١٦. دراسة نبيل عبد السلام شاكر (١٩٩٧)[٣] : أثارت هذه الدراسة تساؤلاً عن درجة كفاءة سوق رأس المال المصري من حيث مدى توافر المعلومات والبيانات المطلوب إتاحتها للجميع، وعن مدى درجة استيعابه لهذه المعلومات من خلال مدى الارتباط بين الأسعار السوقية للأسهم العادية المتداولة وبين مستوى الأداء الاقتصادي للشركات المصدرة لها، و تمثلت أهداف الدراسة في اختبار درجة تأثير عدد من المتغيرات المفسرة لمستوى الأداء الاقتصادي للشركات المصدرة للأسهم على تحديد الأسعار السوقية للأسهم العادية المتداولة في سوق المال متمثلة في (الحالة المالية، معدل الرفع المالي، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل دوران الأصول، معدل العائد على الأصول)، كما

---

[١] - ندا .محمد صبر، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراقالمالية في جمهورية مصر العربية، دراسات تطبيقية في الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، العدد الأول، السنة الأولى، ١٩٩٧.

[٢] - الدور الفعال للمعلومات المحاسبية في سوق رأس المال بالتطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد الأول، العدد الأول، ١٩٩٧.

[٣] - عبد السلام شاكر .نبيل، دور الأداء الإقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأي المال المصري – دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ص ١٦١.

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير عدد من المتغيرات المفسرة والمرتبطة بأداء وحركة سوق رأس المال المصري على تحديد الأسعار السوقية للأسهم العادية وللشركات موضع الدراسة ممثلة في (قيمة الكوبون الموزع، حجم التداول، كمية التداول، عدد العمليات)، وذلك بغرض التوصل إلى الإطار النهائي للمتغيرات المؤثرة على قيم الأسعار السوقية للأسهم العادية المتداولة في سوق رأس المال المصري في صورة نموذج كمي يتمثل متغيره التابع في متوسط سعر السهم.

وجاءت نتائج البحث بأن درجة تفسير النموذج متغيراته وقيمته الثابتة لتحديد الأسعار السوقية للأسهم المتداولة في سوق المال المصري تبلغ ٦٢,٧٢ % .

١٧. دراسة (Dhatt,et, al, 1997) [١]: أجريت هذه الدراسة على السوق اليابانية، بهدف معرفة العلاقة أسعار الأسهم وبين الإعلان عن توزيعات الأرباح، ووجد من خلالها أن هناك علاقة طردية بين أسعار الأسهم وبين الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية، وأن أسعار الأسهم ترتفع بشكل ملحوظ عند الإعلان عن التوزيعات النقدية.

١٨. دراسة (El- Khouri,& Almwalla, 1997)[٢]: هدفت هذه الدراسة لبحث تأثير التغير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية على أسعار أسهم تلك الشركات، وكانت عينة الدراسة تتمثل في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وأظهرت نتائج التحليل أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين التغير الإيجابي أو السلبي في توزيع أرباح الشركات على أسعار أسهمها.

١٩. دراسة البدري والخوري (١٩٩٦)[٣]: حيث قام الباحث بمحاولة تطبيق نماذج قياسية على بيانات الأسهم في سوق عمان المالي وبيانات المتغيرات الاقتصادية الكلية الأردنية للتوصل إلى إثبات أو رفض فرضية وجود علاقة بين هذين النوعين من البيانات، وقد اتضح أن هناك متغيرين إقتصاديين كليين مؤثرين وفق هذه الدراسة في أسعار الأسهم في سوق عمان المالي وهما الرقم القياسي لأسعار المستهلك والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي الذي يعبر عن مستوى النشاط الاقتصادي في المملكة، ولكن هذه الدراسة لم تجد تأثيراً يذكر لمتغيرات إقتصادية كلية أخرى وهي عرض النقود وأسعار الفائدة وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار وبرر الباحثان ضعف العلاقة بين المعلومات الاقتصادية وتحركات أسعار الفائدة بأن المعلومات الاقتصادية ربما لا تعكس تحركاتها قوى السوق بدرجة كافية نظراً لأن هذه المتغيرات مسيطر عليها من قبل السلطة النقدية بشدة، وهي

---

[1] - Dhatt, MS., et, al., Japanese Stock Price Reactions to stock Dividend Distribution, Pacific- Basin Finance Journal Vol. 2, 1997, PP. 43- 59.

[2] - EL-Khouri, R. and Almwalla, M., The Effect of Dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies", Abhath Al Yarmouk,13,1997 (1/B).

[٣] - البدري .صباح ، الخوري رتاب، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد ٢٤، العدد ١، ١٩٩٧.

بذلك تكون مخالفة للنموذج التقليدي القائل بأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس بالعكس صحيح، ذلك لأن المستثمر عند اتخاذه للقرار الاستثماري في الأسهم لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار معدل الفائدة الخالي من المخاطر، حيث أن استثماره بالأسهم يكون مبرراً إذا تمكن من الحصول على عائد يفوق بدرجة كافية معدل الفائدة الخالي من المخاطر.

٢٠. دراسة (Kwakuk - 1995)[١]: تبحث هذه الدراسة فيما إذا كانت التقارير المالية الدفترية للمستثمرين تحتوي على معلومات تؤثر على أسعار الأسهم، فالدراسة تفترض أن الهدف الرئيسي للتقارير المالية هو مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الإستثمارية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من ١٠٠ شركة من الشركات الصناعية والتجارية المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية وقد استخدمت الدراسة نموذج السوق في السنوات من ١٩٨٣ إلى ١٩٨٧ ، و أشارت نتائج الدراسة إلى أن التقارير المالية الدفترية وما تحتويها من معلومات محاسبية تؤثر على أسعار الأوراق المالية في يوم إصدار التقارير، مما يساهم في مساعدة المستثمرين عند اتخاذ القرارات الإستثمارية.

٢١. دراسة عبد الله (١٩٩٥)[٢]: التي حاولت التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في السوق السعودي في ثلاث قطاعات هي: قطاع الصناعة، وقطاع الإسمنت، وقطاع الخدمات، عن طريق دراسة المتغيرات التالية: دخل السهم، الأرباح الموزعة، العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الأصول، رافعة التشغيل، رافعة التمويل، المؤشر العام لأسعار أسهم، والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة إلى أن أهم العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في السوق السعودي في ثلاث قطاعات هي دخل السهم، العائد على حقوق الملكية، المؤشر العام لأسعار الأسهم، وأما في قطاع الصناعة، وقطاع الخدمات يضاف عامل رابع، وهو المشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة.

٢٢. دراسة البلاط (١٩٩٥)[٣] : تستهدف هذه الدراسة أساساً تحديد أنماط السلوك الاستثماري للفرد وتحليلها واستنباط علاقتها بخصائصه الاقتصادية والاجتماعية مع التطبيق على المستثمر السعودي، ترتكز الدراسة على عينة تضم أكثر من ٩٠٠ مفردة تم سحبها من مجتمع المستثمرين في المنطقة الوسطى من المملكة العربية السعودية، وأظهرت الدراسة عدد من النتائج منها: أن المستثمر السعودي يتصف بالتفاؤل ومتجنب للمخاطر ويتخذ من التنويع الاستثماري إستراتيجية لتخفيض

---

[1] - K, Kwaku Opong, " the information content of interim financial report: UK evidence ", Journal of Business Finance & Accounting, March 1995, p 269.

[٢] - عبد القادر .عبد الله، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد ١ ، العدد ١، ١٩٩٥، ص ١٣٥.

[٣] - البلاط .عبد الفتاح، محددات انماط السلوك الاستثماري وعلاقتها بالخصائص الاقتصادية الاجتماعية للمستثمر الفرد: دراسة ميدانية في المنطقة الوسطى في المملكة العربية السعودية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد ٣، العدد ٢، ١٩٩٥.

مخاطر محفظته الاستثمارية عند مستوى معين من العائد أو تعظيم عائد المحفظة عند مستوى معين من المخاطرة، بالإضافة إلى ذلك ترتبط ميول ودوافع واتجاهات المستثمر السعودي وبدرجات مختلفة من المعنوية الإحصائية بخصائصه الاقتصادية والاجتماعية، كدخله السنوي وحجم استثماراته ومؤهله الدراسي وعمره والمهنة التي ينتمي إليها.

٢٣. دراسة نادية أبو فخرة (١٩٩٥)[١] : كان الهدف من هذه الدراسة هو تعريف القارئ بشكل عام والمستثمر المصري بشكل خاص بكل المحددات التي تؤثر على أسعار الأسهم الخاصة بالمصارف المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية مع تقديم نموذج يمكن استخدامه في دراسة محددات القيمة السوقية لأسعار الأسهم العادية وذلك من خلال عينة من المصارف عددها ١٥ مصرف من إجمالي عدد المصارف المسجلة في البورصة والبالغ عددها ٣٤ مصرفاً في ١٩٩٣/١٢/٣١ وذلك خلال الفترة من نهاية عام ١٩٨٦ إلى نهاية عام ١٩٩٣، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ان العوامل التي تؤثر على سعر السهم في المصارف العاملة (ربحية السهم، معدل التوزيعات، درجة التقلب في ربحية السهم، الرافعة المالية)، والتي تتفاوت أهميتها النسبية من مصرف لآخر، إن هذه العوامل لا تمثل كل العوامل التي أقرتها الدراسات السابقة والحالية، أي أن أسهم تلك المصارف قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية، مما يعني أن تفاعلات العرض والطلب في سوق الأسهم المصرية لها أسباب غير واقعية.
- لا توجد أية علاقة بين العوامل الأربعة المؤثرة على أسعار الأسهم في ٢٠ % من إجمالي مصارف العينة، مما يعني أن سعر السهم لا يعكس كافة المعلومات المتاحة عنها سواءً تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الفترات الماضية أو في التحليلات الخاصة بأداء المصارف أو تلك المتعلقة بالحالة الاقتصادية العامة.
- عدم توفر المصادر المختلفة التي يمكن أن تساعد في الحصول على المعلومات.

٢٤. دراسة إبراهيم الدسوقي (١٩٩٥)[٢] : استهدف الباحث القيام بتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية والتقارير المالية التي تنشرها منشآت الأعمال، والمتغيرات المستخدمة في قياس وتحديد القيمة السوقية المتوقعة لها، مع القيام بتحليل للآثار المترتبة على عدم توافر سوق كفء لتداول الأوراق المالية على عملية قياس وتحديد تلك القيمة، وتوصل الباحث للنتائج التالية:

---

[١] - أبو فخره مكاوي .نادية، تحليل ودراسة محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة في بورصة الأوراقالمالية (دراسة كمية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني ١٩٩٤، ص ٧٦٧.

[٢] - الدسوقي .إبراهيم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه غير منشورة، مكتبة كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٩٥.

- عدم توافر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار بالقوائم المالية المنشورة بمنشآت الأعمال بمصر.
- عدم استخدام المتغيرات المرتبطة بالمكاسب المتوقع للمنشأة تحقيقها في المستقبل في تحديد القيمة السوقية لمنشأة الأعمال ولأوراقها المالية.
- تفضيل المستثمرين بجمهورية مصر العربية للتنبؤات التي تعدها إدارة المنشآت مقارنة بالتنبؤات الخارجية التي يتم إعدادها بواسطة جهات أخرى.

٢٥. دراسة عاطف محمد العوام (١٩٩٥)[١] : تركز اهتمام الباحث في قياس المحتوى الإخباري للقوائم المالية ومدى إمكانية الاعتماد على معلومات هذه القوائم كأداة لتقييم كفاءة استثمار الأموال، وتمثلت الدراسة التطبيقية في اختبار صلاحية عدد من المؤشرات اقترحها الباحث كأداة لتوفير المعلومات اللازمة لتقييم الأداء الاستثماري وهي (متوسط العائد على إجمالي الأصول، متوسط العائد على الإيرادات، متوسط العائد على السهم، متوسط العائد على حقوق الملكية، متوسط معدل دوران الأصول، درجة السيطرة)، وقد توصل الباحث إلى أن المؤشرات المقترحة توفر معلومات ملائمة كأداة لتحليل القوائم المالية في مجال تقييم الأداء الاستثماري، وتؤكد هذه النتيجة على صحة الفرض الذي يقضي بإمكانية الاعتماد على القوائم المالية كأداة لتقييم الأداء الاستثماري.

٢٦. دراسة الخطيب والشرع (١٩٩٤)[٢] : هدف هذا البحث إلى دراسة أداء سوق عمان المالي وبيان مدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية من خلال استخدام نموذج قياسي، وأظهرت الدراسة أن سوق عمان المالي يستجيب فقط لبعض المتغيرات الاقتصادية المحلية وانه لا يعتبر مؤشراً حقيقياً ودقيقاً لطبيعة الأوضاع الاقتصادية وحركتها.

٢٧. دراسة نهال فريد (١٩٩٤)[٣] : تناولت هذه الدراسة تحليل سلوك أسعار أسهم بعض الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية بالإسكندرية، وذلك كاختبار لفاعلية البيانات المتاحة في القوائم المالية والتقارير المنشورة، حيث أجريت الدراسة على مجموعة من الشركات بلغ عددها ٣٣ شركة، وقد تم استخدام مصفوفة الارتباط وأسلوب الانحدار المتعدد مع بعض التحليلات بهدف التعرف على العلاقة بين عدد من المتغيرات المالية (القيمة الاسمية للسهم، متوسط القيمة السوقية للسهم، ربحية السهم، التوزيعات للسهم الواحد، عدد الصفقات ، متوسط قيمة الصفقة الواحدة) وبين أسعار الأسهم،

---

[١] - محمد العوام.عاطف، المحتوى الإخباري للقوائم المالية كأداة لتقييم الأداء الاستثماري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، ملحق العدد الأول، ص ١٩٥٩.

[٢] - الخطيب. فوزي،الشرع. منذر، سوق عمان المالي ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية – دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤.

[٣] - فريد مصطفى.نهال، دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في الأوراقالمالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، مجلد رقم ١ ، ١٩٩٤، ص ٣٨٣.

وتوصلت الدراسة إلى تضارب في النتائج وأظهرت أن السوق المصري هو سوق منخفض الكفاءة حيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين البيانات المالية المتاحة وبين أسعار الأسهم .

٢٨. دراسة عبد الله (١٩٩٤) [١]: أجريت على عينة من الشركات المساهمة السعودية، خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ١٩٨٦-١٩٩٣ ، فقد أوضحت أن التغير في حصة السهم من الأرباح في المدى القصير له تأثير واضح على التغير في أسعار الأسهم، أما في المدى الطويل فإن التغير في أسعار الأسهم لا يعتمد على نصيب السهم من الأرباح وإنما يعتمد على سلوك الأسعار في الفترات السابقة.

٢٩. دراسة عبد الله (١٩٩٣)[٢]: حيث قام الباحث بدراسة العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية لعينة من ٢٤ شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية تمثل هذه الشركات قطاعات البنوك والصناعة والإسمنت والخدمات والزراعة والكهرباء، وذلك للفترة ما بين (١٩٧٨ – ١٩٩٣) وقد توصل الباحث إلى أن هناك علاقة إحصائية معنوية بين نصيب السهم من الأرباح والتغير في أسعار الأسهم في الأسابيع الأولى التالية للإعلان عن توزيع تلك الأرباح، أما في المدى الطويل فإن نصيب السهم من الأرباح قد فقد قدرته التفسيرية تماماً وأصبح غير معنوي من ناحية إحصائية.

٣٠. دراسة منال فؤاد إبراهيم (١٩٩٣)[٣] : اعتمدت الباحثة في الدراسة على فرض أساسي هو أن الأداء المالي للمنشأة يؤثر بشكل ما على أسعار الأسهم العادية، حيث تمت دراسة أثر النسب والمؤشرات المالية (نسب الربحية، نسب توزيعات الأرباح، نسب المديونية...) على اتجاهات أسعار الأسهم العادية في السوق المالي، كما قامت بدراسة أثر التغير في الأساليب المحاسبية المتبعة في المنشاة وما يترتب عليها من آثار على نتيجة الداء المالي للمنشأة وعلى اتجاهات أسعار الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- لا يوجد أثر لمؤشرات الربحية والتي تتضمن معدل العائد على الأموال المستثمرة ومعدل العائد على حقوق الملكية على أسعار الأسهم، في حين أن نسبة ٤٥ % من شركات العينة قد تأثرت أسعار أسهمها بمؤشرات هيكل رأس المال، وأن ما نسبته ٨٢% من شركات العينة قد تأثرت أسعار أسهمها بمؤشرات الأهمية النسبية للسهم في السوق المالي (حصة السهم

[١] - عبد القادر.عبد الله، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الإمارات العربية، ديسمبر، ١٩٩٤، ص ١.

[٢] - أحمد عبد الله.عبد القادر، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٩ ، ١٩٩٣.

[٣] - إبراهيم.منال فؤاد، اختبار العلاقة الارتباطية بين معدلات الأداء المالي واتجاهات تغيرات أسعار أسهم الشركات المسجلة في السوق المصرية للأوراق المالية- دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، المكتبة المركزية، جامعة عين شمس، ١٩٩٣.

من الربح المحقق، نسبة السعر إلى الربح، نسبة الأرباح الموزعة إلى حصة السهم من الربح المحقق).

- هناك انخفاضاً في كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية حيث أن أسعار أسهمها العادية لا يعتمد في تقييمها بشكل واضح ومحدد على المعلومات المحتواة في التقارير والقوائم المالية الختامية والتي تعبر عن الأداء المالي للشركة.
- لا يتوفر لدى المستثمرين الوعي الاستثماري الكافي مما يترتب عليه عدم اتخاذهم القرارات الاستثمارية بناء على الأداء الفعلي للشركة والذي يمكن معرفته من خلال تحليل القوائم المالية للتعرف على وضع الشركة.

٣١. دراسة شفلك والخوري (١٩٩١)[١]: هدفت هذه الدراسة لبحث العلاقة بين التذبذب في أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية التالية: عرض النقد، الرقم القياسي للإنتاج الصناعي، أذونات الخزينة، أسناد القرض للشركات العمومية في سوق عمان المالي، ولم تعط هذه الدراسة تفسيراً يذكر في أسعار أسهم سوق عمان المالي باستخدام المتغيرات الاقتصادية المذكورة أعلاه، وعزت إلى أنه من الممكن أن المعلومات المستخدمة في التحليل لم تكن دقيقة وكذلك عدم اعتماد المستثمرين على الأسس العلمية للاستثمار.

٣٢. دراسة (Bulmesh & Trivoli- 1991)[٢]: وضحت هذه الدراسة كيفية تأثير العوامل الاقتصادية على عوائد الأسهم وبينت شكل العلاقة بين هذه العوامل والعائد، وقد تبين من خلال تلك الدراسة أن لسعر الفائدة أثر بشكل مباشر وواضح على عائد الأسهم وكانت إشارته سالبة، وقد استخدمت الدراسة هنا سعر الفائدة لفترة إبطاء سابقة بمعنى أن العائد الحالي للأسهم يتأثر بسعر فائدة سابق، أما عرض النقد فكان يؤثر بشكل إيجابي على أسعار الأسهم وقد تبين أن عرض النقد يؤثر بشكل سلبي عندما تزداد الفترة الزمنية، أما التضخم فكان يؤثر بشكل سلبي على عوائد الأسهم.

٣٣. دراسة (غرايبر وجعفر ١٩٨٨)[٣]: قام الباحثان بدراسة حول مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة الأردنية، حيث قاما بتطبيق النموذج شبه القوي على سوق عمان المالي وذلك عن طريق دراسة (٤٠) شركة مدرجة في السوق خلال الفترة (١٩٧٨ – ١٩٨٥) وقد خلص الباحثان إلى النتائج التالية:

---

١ - شفلك.محمد، الخوري رتاب، العلاقة بين دخل السهم ومدى الإقبال على شراء أسهم الشركات المدرجة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، مجلد ٢، ١٩٨٩.

[2] - Bulmesh, Samuel and Trivoli George, Time – Lagged Interactions Between Stock Price and Selected Economic Variable, Journal of Portfolio Management, Vol: 18, 1991, p 61.

[٣] - غرايبة. فوزي، جعفر.داوود، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد٤، العدد ٢، ص ٢٠١.

- تؤثر المعلومات المتعلقة بصافي الربح والأرباح الموزعة على أسعار الأسهم.
- تعكس أسعار الأسهم معظم المعلومات التي تتضمنها تقارير مالية قبل ثلاثة أشهر من تاريخ نشرها.
- إن سوق عمان المالي سوق كفء بصيغته شبه القوي.

٣٤. دراسة (Gonedes- 1978): قام الباحث بدراسة مضمون بعض البيانات المحاسبية السنوية (صافي الربح، الأرباح الموزعة، البنود غير العادية) من المعلومات لعينة من ٢٨٥ شركة خلال الفترة من ١٩٤٦ – ١٩٧٢، حيث درس أثر هذه الأرقام على القيمة المتوقعة لأسعار أسهم الشركات في سوق نيويورك المالية، وقد توصل إلى رفض فرضية وجود مضمون من المعلومات للأرباح الموزعة والإيرادات غير العادية يؤثر على أسعار الأسهم وقبول فرضية وجود مضمون من المعلومات لصافي الربح يؤثر على أسعار الأسهم[١].

٣٥. دراسة (Berly W. Sprinkle- 1971)[٢]: حيث بحث العلاقة بين عرض النقود من جهة وأسعار الأسهم من جهة أخرى، وأشار إلى أنه من المحتمل أن تزيد التوقعات التضخمية كلاً من أسعار الفائدة الجارية

والأرباح المتوقعة للشركات بنفس النسبة، لذلك فليس هناك أي تأثير للتضخم على أسعار الأسهم، ويعتقد الباحث أن أسعار الفائدة والتكاليف الأخرى من شأنها أن ترتفع بنسبة أكبر من الارتفاع الذي يحصل في أسعار السلع، لذلك وفي هذه الحالة فإن التضخم سيصيب أسعار الأسهم بالانخفاض، وعلى العكس من ذلك فإن توقعات المستثمرين بانخفاض التضخم سيكون لها انعكاسات إيجابية على أسعار الأسهم بسبب الانخفاض في أسعار الفائدة والزيادة في العوائد الحقيقية.

٣٦. دراسة (Ball& Brown- 1968) [٣]: حيث قام الباحثان بدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم لعينة من ٢٦١ شركة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة من ١٩٥٧ – ١٩٦٥، وقد توصل الباحثان إلى أن لرقم الأرباح المحاسبية مضموناً من المعلومات ويؤثر على أسعار الأسهم في السوق، فإذا اختلفت الأرباح الفعلية عن الأرباح المتوقعة فإن سعر السهم سوف يتأثر وبنفس الاتجاه، كما وجدا أن المعلومات المتوفرة للجمهور تنعكس مباشرة في أسعار الأسهم فور نشرها، وأن مضمون المعلومات لرقم الأرباح يحظى بالتأثير الأكبر على أسعار الأسهم مقارنة

---

[1] - Gonedes N: "Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium, Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items", Journal of Accounting Research, spring 1978, p26

[2] - Berly W. Sprinkle, Money and Markets, Monetarist View (New York: Richard D. Irwin, Inc, 1971), P 23.

[3] - Ball R. and Brown P: " An Empirical Evaluation of Accounting Numbers", Journal of Accounting Research, Autumn 1968, P 158.

مع تأثير باقي المعلومات التي تكون متاحة خلال الأشهر الأحد عشر السابقة لشهر الإعلان عن الأرباح المحاسبية.

٣٧. دراسة (Elsharkawy, Neil - 1966)[1]: تهدف هذه الدراسة إلى بحث تأثير سلوك المستثمر المعقد على استجابة الأسعار لأخبار الأرباح المحاسبية في سوق رأس المال البريطانية، وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من ٥١١ شركة من الشركات المسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية في السنوات من ١٩٨٨ إلى ١٩٩١ ، وقد اعتمدت هذه الدراسة على علاقات الارتباط بين متغيراتها (الأرباح والأسعار) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وقد خلصت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير بسيط في العلاقة السابقة (الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم) وذلك ناتج عن أن طبيعة تغيرات الأسعار تعتمد على حجم ومقدار أهمية الأرباح الغير متوقعة.

٣٨. دراسة (Wright, Ken-1966)[2]: تتناول هذه الدراسة دور وأهمية المعلومات المحاسبية عند اتخاذ القرارات في الأوراق المالية، بهدف محاولة زيادة الوعي بسلوك المستثمرين وذلك بالتطبيق على أسواق رأس المال في المملكة المتحدة، وقد اعتمدت الدراسة على قوائم الاستقصاء التي أرسلت لمجموعة من المدراء التنفيذيين لتقييم المعلومات المحاسبية، وقد أوضحت الدراسة أهمية المعلومات المحاسبية (القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية المستقبلية وتوزيعات الأرباح والعائد على الاستثمار والقيمة الاستبدالية للأصول) عند التقييم والمفاضلة بين الأنواع المختلفة من أسهم الوحدات الاقتصادية (الأوراق المالية)، وذلك لمساعدة المستثمر عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في الورقة المالية.

٣٩. دراسة مؤيد محمد علي الفضل[3]: تهدف هذا الدراسة إلى اختبار العلاقة بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية في الشركات المساهمة العراقية، وأجريت الدراسة على عينة مؤلفة من ٢٦ شركة مساهمة مسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية لعام ١٩٩٨ موزعة على ثلاث قطاعات صناعية وزراعية وخدمية، ويشكل المتغير التابع العائد السوقي للأسهم، أما المتغيرات المستقلة فهي (التغير في حصة السهم من الأرباح، مستوى حصة السهم من الأرباح)، و يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي توصل لها الباحث من اختبار فرضيات الدراسة في أن قدرة كل من متغير التغير في حصة السهم من الأرباح ومتغير مستوى حصة السهم من الأرباح لا يفسر أكثر من ٩.٩% من العوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة العراقية المسجلة في سوق بغداد للأوراق المالية.

---

[1] - Ashraf Elsharkawy, "Journal of Business Finance & Accounting, March 1966, p 221.

[2] - Mike. Wright & Robbie. Ken, " Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information" Accounting & Business Research, Spring 1966, p 153.

[3] - محمد علي الفضل.د. مؤيد، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم – دراسة اختباريه للمواصفة الأكثر تمثيلاً في العراق، www.jps-dir.com.

ملخص عن الدراسات السابقة وبيان الاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية:

١. لقد كان الهدف من معظم الدراسات السابقة هو تحليل لسلوك أسعار الأسهم ومحاولة معرفة المتغيرات المؤثرة عليه، بينما كان من أهداف هذه الدراسة هو تحليل سلوك المستثمر في سوق دبي المالي ومعرفة الكيفية التي يتخذ فيها قراره الاستثماري باعتبار أن القرار الاستثماري هو المحدد الرئيسي لأسعار الأسهم في الأسواق المالية.

٢. اختلفت المتغيرات المدروسة في الدراسات السابقة من دراسة إلى أخرى إلا أنها جميعاً لم تخرج عن نطاق المتغيرات الاقتصادية الكلية أو المتغيرات المتعلقة بأداء الشركة نفسها، وحيث أن هذه الدراسة قد هدفت لمعرفة العوامل والمتغيرات المؤثرة على صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمر في سوق دبي المالي، فقد درست تأثير عدد كبير من المتغيرات والتي شملت المتغيرات المتعلقة بالاقتصاد ككل والقطاع المستثمر به والمتغيرات المتعلقة بالشركة نفسها، إضافة إلى دراسة أثر المتغيرات المتعلقة بالتحليل الفني والذي لم تتطرق إليه أي دراسة من هذا النوع من قبل، إضافة إلى دراسة تأثير عدد من المتغيرات على صناعة القرار الاستثماري والتي لا علاقة لها بأي من التحليلين الأساسي والفني (مثل العوامل الدينية، السياسية، الاجتماعية، المادية، الإشاعات السائدة في السوق) وهو الأمر الذي لم تتطرق إليه أي دراسة من قبل.

٣. تمت الدراسات السابقة على الأسهم المتداولة في عدد من الأسواق المالية العربية والأجنبية وخلال فترات زمنية مختلفة، في حين تمت هذه الدراسة على سوق دبي المالي وهو سوق حديث العهد حيث لم تتم أي دراسة من هذا النوع عليه من قبل.

٤. كما عمدت هذه الدراسة إلى معرفة مصادر المعلومات الاستثمارية لدى المستثمرين في سوق دبي المالي والتي تعتبر من أهم المدلولات على كيفية صناعة المستثمر لقراره الاستثماري.

٥. كما اهتمت هذه الدراسة بدراسة مستوى الوعي الاستثماري للمستثمر في سوق دبي المالي ومدى معرفته بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني وتأثير ذلك كله على قراره الاستثماري.

الفصـــل الأول

الأســواق الـمـالـيـة

البـحـث الأول:

مـقدمـة في الأسـواق المـاليـة

١. **مفهوم الأسواق الماليـة.**

٢. **أنواع الأسواق المـاليـة:**

- الأسواق الحاضرة.
- الأسواق المالية المستقبلية.

٣. **المتعـاملـون في الأسـواق المـاليـة.**

٤. **أنواع الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية:**

- الأسهم.
- السندات.
- أذونات الخزينة.
- وحدات صناديق الاستثمار.
- شهادات الإيداع القابلة للتداول.

٥. **مؤشـرات الأسـواق المالية:**

- تعريف المؤشر.
- أنواع المؤشرات.
- استخدامات المؤشر.
- كيفية بناء المؤشر
- طرق احتساب المؤشرات.

مـقدمـة - نشأت سوق الأوراق المالية نتيجة تطور التبادل التجاري في الأسواق الأوروبية حيث وجد التجار الأوروبيون (وخصوصاً الفرنسيين) فوائد كثيرة من اعتماد وسائل الائتمان من مسوحات وسندات أذنية، استخدمت تلك الوسائل الائتمانية كأداة لإبراء الذمم وإجراء الصفقات فأصبح بالإمكان تداولها كما لو كانت عملة ورقية .

وكانت أول سوق للأوراق المالية قد أنشئت في فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي، وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون في القرن السادس عشر في بيت تاجر اسمه Vander Burse لعقد الصفقات التجارية فيما بينهم ومن اسمه اشتقت كلمة بورصة التي انتشرت في جميع أنحاء العالم، وفي عام ١٧٧٣ تم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية، وفي عام ١٧٩٢ أسست سوق نيويورك للأوراق المالية.

أما في الوطن العربي فقد تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام ١٨٨٣ وبعد سبع سنوات تم تأسيس سوق الأوراق المالية في القاهرة، وفي النصف الأول من القرن الماضي شهدت بعض الدول العربية الأخرى تأسيس أسواق للأوراق المالية بتأثير علاقاتها مع الدول الأوروبية، مثل لبنان والمغرب وتونس والأردن والسودان، وقد تأسست سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي للأوراق المالية في عام ٢٠٠٠، ومؤخراً تم افتتاح سوق دمشق للأوراق المالية في عام الـ ٢٠٠٨.

وتطورت فكرة الأسواق المالية تاريخياً منذ أن بدأ الإنسان باستثمار مدخراته إلى أن وصل مرحلة تطلبت وجود مشاريع استثمارية كبيرة الحجم تحتاج إلى تمويل أكبر من طاقته الادخارية الأمر الذي دفع الأفراد إلى تجميع مدخراتهم للدخول في مشاريع إنتاجية مربحة تسهم في تنمية مدخراتهم وتستهدف تحسين مستوى المعيشة للمواطنين من خلال تحسين مستوى الدخل لديهم .

وتستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث التي تقول أن تقسيم العمل يعتمد إلى حد كبير على حجم السوق وحيث أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج فإن هذه العلاقة تنعكس على التطور المالي ومعدل دخل الفرد .

تـعريـف الأسـواق المـاليـة: تعبر الأسواق المالية عن الحيز المكاني (أو الافتراضي) الذي تلتقي فيه قوى عرض أدوات الاستثمار والطلب عليها، فهي آلية تتيح مبادلة الثروة النقدية مع الأشكال الأخرى المختلفة كالأوراق المالية والسلع الأساسية كالذهب والمعادن الثمينة، وتعمل الأسواق المالية على توفير فرص الحصول على رؤوس الأموال (سوق رأس المال) وتمكين عملية نقل المخاطر (سوق المشتقات) وتسهيل التجارة الدولية (سوق العملات)، وبالتالي يشمل مفهوم الأسواق المالية كلاً من أسواق النقد وأسواق رأس المال وأسواق المشتقات المالية وأسواق العملات حيث يأخذ المنتج المالي (أداة الاستثمار) شكله وهيكله

بحسب طبيعة سوق التداول حيث لكل سوق أدواته وأعرافه وقنواته الخاصة[1] ، **وبصفة عامة يمكن تقسيم أسواق المال إلى ثلاثة أنواع فرعية لكل منها خصائصها ومؤسساتها وأدواتها، وهذه الأسواق هي[2]:**

- **سوق النقد:** تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل، وقد جرى العرف على اعتبار الأجل قصيراً إذا لم يتجاوز السنة، ومن أهم مؤسسات هذه الأسواق البنك المركزي والبنوك التجارية، ويتألف سوق النقد من فرعين هما:
  - سوق الخصم.
  - سوق القروض قصيرة الأجل.
- **سوق رأس المال:** وهي السوق التي يتم من خلالها التعامل في أي نوع من الأصول المالية (فيما عدا الأوراق المالية) لآجال متوسطة وطويلة، أي أن الوظيفة الأساسية لها هي تجميع المدخرات والأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات طويلة الأجل، ويضم هذا النوع من الأسواق مؤسسات عديدة يمكن إجمالها في مجموعتين رئيسيتين هما:
  - المؤسسات المصرفية وتضم: البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال وبنوك الاستثمار الوطنية.
  - المؤسسات المالية غير المصرفية وتضم: شركات التأمين، صناديق التأمين والادخار الخاصة....
- **سوق الأوراق المالية:** ويتمثل مجال التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية، وهي عبارة عن أوراق تصدر بواسطة منشآت الأعمال أو الحكومة ممثلة بالأسهم والسندات وذلك عند إصدارها أو تداولها.

وسيهتم هذا البحث بسوق الأوراق المالية حيث سيتم التعريف به واستعراض أنواعه وأنواع المتعاملين به والأدوات المتداولة به كما سيتم شرح لأهم مؤشرات الأسواق المالية، وذلك على الشكل التالي:

---

[1] - باكير.محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨، ص ٤٠.

[2] - العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سورية، ٢٠٠٢، ص ٩.

أولاً- تعريف سوق الأوراق المالية : هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

ثانياً - أنواع الأسواق المالية: يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين:

١. الأسواق الحاضرة أو الفورية.

٢. أسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية.

١. **الأسواق الحاضرة أو الفورية**: هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري[١]، وهذه الأسواق تتضمن التعامل بأوراق مالية متوسطة وطويلة الأجل (والتي من أهمها الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بمختلف أنواعها) والتي تتيح لحاملها جزء أو حصة من ملكية المشروع أو تتيح له الحصول على جزء من أرباحها كعائد له أو على الاثنين معاً[٢]، والأسواق المالية الحاضرة أو الفورية تتضمن:

- **الأسواق الأولية[٣]:** وهي الأسواق التي يتم فيها بيع إصدارات الشركات والجهات الأخرى من الأسهم والسندات الجديدة أي التي تطرح للبيع لأول مرة، حيث تقوم الشركات المساهمة بطرح أسهم في السوق الأولية لغاية الحصول على الموارد التمويلية اللازمة لتكوين أصولها وموجوداتها الرأسمالية الثابتة، كما تقوم بإصدار سندات في حالة حاجتها للتمويل والذي لا تستطيع توفيره بالاعتماد على أسهمها ولاعتبارات مختلفة، كما تقوم الحكومة بإصدار السندات للحصول على التمويل الذي تحتاجه لتغطية التزاماتها ومتطلباتها المالية بالذات المتوسطة والطويلة الأجل، وفي الحالات التي تعجز مواردها عن تلبية احتياجاتها المالية.

  وبالتالي فان السوق الأولية هي التي تمثل الإضافة الحقيقية إلى الاستثمارات وتسهم في زيادة القدرة الإنتاجية في الاقتصاد ونموه سواء بتوفير التمويل اللازم لإقامة مشروعات استثمارية منتجة جديدة أو توسيع المشروعات الاستثمارية الإنتاجية القائمة.

- **الأسواق الثانوية:** وهي الأسواق التي يجري فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية إضافة إلى بعض المشتقات المالية مثل خيارات الأسهم، وبالتالي لا تضيف التبادلات

[١] - معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٦٤.

[٢] - خلف. د. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص ٣٩.

[٣] - خلف. د. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص ٣٩ – ص ٤٢.

الجارية في هذه الأسواق أي رأسمال إلى الشركة أو المؤسسة التي تعود إليها، بل إن المسألة باختصار لا تتجاوز الاستثمار في أدوات خاضعة للتداول واقتنائها من خلال شرائها أو التخلي عنها عند ترك الاستثمار بسبب تفضيل السيولة النقدية[١].

وعلى الرغم من أن الاستثمار في الأسواق الثانوية لا يمثل إلا استثمار مالي يتضمن انتقال أصل مالي من جهة إلى أخرى وبالتالي لا يتضمن مباشرة أي استثمار حقيقي، إلا أن تأثير عمل الأسواق الثانوية على الاستثمار الحقيقي يتم بصورة غير مباشرة من خلال تأثير الأسواق الثانوية هذه على عمل الأسواق الأولية التي ترتبط بدرجة أكبر بتوفير التمويل للاستثمار الحقيقي وبصورة مباشرة وبشكل يفوق ارتباط الأسواق الثانوية به، ويتمثل تأثير عمل السوق الثانوية على السوق الأولية بما يلي[٢]:

- إن السوق الثانوية تعمل على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق الأولية وهي بذلك تحفز على التوسع في الإصدارات الأولية سواء لغاية إقامة مشروعات استثمارية منتجة جديدة أو توسيع المشروعات الاستثمارية الإنتاجية القائمة وذلك لإمكانية بيعها في السوق الثانوية عندما تبرز حاجة للأموال.
- تحديد سعر الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق الأولية من خلال السوق الثانوية حيث أن المشترين لا يدفعون عادةً أسعاراً أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية، فيتزايد رؤوس أموال المنشآت المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق الثانوية، وذلك لأن الظروف السائدة في الأسواق الأخيرة تعكس قدرات المنشآت المعنية على إصدار الأدوات في الأسواق الأولية.
- تأثيراً غير مباشر: حيث أن أي هبوط أو تدهور في نشاطات الشركات وخاصة بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها ويؤدي ذلك غالباً إلى انخفاض قيم هذه الأدوات في السوق الثانوية، وإن هذا الاتجاه قد يتضاعف بتأثيراته السلبية وفي حلقات متتالية من خلال مزيد من الإساءة إلى سمعة التنظيمات المذكورة ونشاطاتها السوقية والاستثمارية الحقيقية[٣].

---

[١] - معروف. هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٢.

[٢] - خلف. د. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦، ص ٤٤.

[٣] - معروف. هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٢.

وهناك نوعين من الأسواق الثانوية: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، وتتمثل السوق المنظمة[1] في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية ويكون لها مكان محدود يتم فيه تداول هذه الأوراق وتضع الدولة قواعد وشروط معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها وسنداتها في هذا السوق.

أما الأسواق غير المنظمة فهي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً حدود السوق[2]، وتتألف عادة من شبكة اتصالات إلكترونية موصلة إلى أماكن مختلفة أي أنها غير محصورة في مكان واحد، وتتم عمليات التداول فيها بطريقة التفاوض بين المستثمرين ووكلاء الأسهم ، الذين يعلنون أسعارهم على الكمبيوتر لتحديد السعر النهائي للصفقة.

وبذلك يؤخذ على هذه الأسواق أنه لا توجد آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب غياب مؤقت في التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن المفقود يمكن مواجهته في الأسواق المنظمة بطرق عديدة من بينها: دخول المتخصصين بائعين أو مشترين، إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل بورقة معينة على أمل دخول مشترين إضافيين أو بائعين إضافيين مما قد يعيد التوازن بين العرض والطلب، إضافة إلى القيود التي تفرضها الهيئات الإشرافية على ارتفاع أسعار الأوراق المالية خلال الجلسة الواحدة كأن تحدد بنسبة ٥ % أو ١٠% كحد أقصى من سعر الورقة المالية[3].

وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق كما يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد عائلاتهم، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المقيدة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال[4]، وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

- السوق الثالثة: وهي جزء من السوق الغير رسمية التي يجري فيها تداول أوراق مالية مدرجة في بورصات منظمة، وتتكون هذه السوق من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة،

[1] - عبد العزيز. د. أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٥.

[2] - التميمي.د. أرشد فؤاد– سلام.د. أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٤، ص ١٢٤.

[3] - Telser, L, Black Monday and the Future of the Financial Market, Dow Jones Irwin, 1989, p 104.

[4] - French, D. Security and Portfolio Analysis, Concepts and Management, OH: Merle Pub, 1989, p 50.

وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقاً مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأية كمية مهما كبرت أو صغرت.

تخدم هذه السوق أغراض زبائنها الرئيسيين من مستثمرين مؤسساتيين مثل صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، محافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير، إضافة إلى بيوت السمسرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة ثم يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق المالية التي تتداولها تلك السوق هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث[١].

كان الدافع وراء خلق ونمو هذا السوق أن هنالك العديد من المؤسسات التي تقوم باستثمارات مالية كبيرة في السوق كصناديق الاستثمار لا تحصل على ميزات لها عند تعاملها في السوق المنظمة كالخصم مثلا والذي تفترض حصولها عليه مقابل حجم الاستثمارات المالية الكبيرة التي تقوم بها[٢]، إضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة وعدم كفاية ما لديهم من رأسمال لمواجهة الأوامر الضخمة[٣].

وفي الغالب أن التعامل في السوق الثالثة يتم بالأوراق المالية التي تخص شركات صغيرة، ذلك أن التعامل بالأوراق المالية للشركات الكبيرة يتم في السوقين الأولية والثانوية، إذ أنها في الغالب مسجلة في السوق الثانوية المنظمة، ولأن حجم الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية في السوق الثالث صغيرة، فإن الاستثمار في هذه السوق ترافقه درجة مخاطر أكبر.

- السوق الرابعة[٤]: وهي أيضا أحد أشكال السوق غير المنظمة وهي تتألف من الصناديق الاستثمارية والمستثمرين الأفراد الكبار الذين يبيعون ويشترون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم، ودور الوسطاء هنا في حال وجودهم يقتصر على مجرد تسهيل التعاملات بين المشترين الكبار والبائعين الكبار أي الذين يتعاملون بكميات كبيرة، وهذا يعني أن الوسيط لا يحتاج إلى الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية ولا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها ولا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله.

---

[١] -الهندي. منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧٩.

[2] - Bodie, Z. Kane, A. And Marcus, Essential of Investment, 2nd Ed, Irwin, 1995, p 59.

[3] - Jones, C. Investment: Analysis and Management, 4th ed, N.Y, Jone Willy and Sons, 1994, p 71.

[٤] - .خلف. فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ٤٨.

وتتألف السوق من نظام للاتصالات يربط المتعاملين بالصفقات الكبيرة حيث يقوم وسطاء في النظام بالتعبير عن رغبات عملائهم في البيع والشراء وتسهيل عملية التفاوض ما بين الجهتين مقابل عمولة صغيرة، إن التعامل قد يتم بكلفة الأوراق المالية أو قريباً منها، وبالتالي يسهم هذا في تحقيق كفاءة أعلى في عمل تلك الأسواق في ظل حجم التعاملات الكبيرة وانخفاض تكاليف القيام بها والسرعة في ذلك، وإن التعامل في السوق الرابعة يشمل كافة الأوراق المالية دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.

٢. **الأسواق المالية المستقبلية:**[١] وتعرف هذه الأسواق أيضاً بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق الأسعار من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم، السندات) وهنا عندما تبدو أسعار هذه المشتقات رخيصة مثلاً مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشترى المشتقات كفرصة استثمارية بديلة، وإن هناك عدة أنواع معروفة من المشتقات نذكر منها:

- **العقود المستقبلية[٢]:** يمكن تعريف العقد المستقبلي على انه " التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الأخر (أو أن يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد"، ويعود ذلك إلى رغبة كل من البائع والمشتري بتخفيف مخاطر التغييرات الشعرية للأصل محل التعاقد التي يمكن أن تحصل في المستقبل، وبقصد تنفيذ الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي (البائع والمشتري) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط بتاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً تتراوح قيمته بين ٥ - ١٥ % من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد ومن ثم يعكس أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

يتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية مثل الحبوب والزيوت والمعادن والسلع الغذائية، بالإضافة إلى ذلك يوجد العديد من العقود المستقبلية المالية وأهمها:

- أسعار الفائدة: أذونات الخزينة، سندات الخزينة، اليورو، الدولار.
- مؤشرات الأسهم: مؤشر S&P ٥٠٠، المؤشر المركب لسوق نيويورك NYSE Composition Index، مؤشر Value Line.

[١] - هوشيار. معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٤.

[٢] -مطر. محمد – تيم.فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥، ص ٢٧٠.

- العملات: الين الياباني، الدولار الكندي، الجنيه الإسترليني، الدولار الأسترالي، الفرنك السويسري، اليورو.

- **عقود الخيارات[1]:** الخيار هو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، بسعر يحدد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ من عدمه وذلك في مقابل مبلغ غير قابل للرد يدفعها للبائع وقت التعاقد، ويوجد نوعين أساسيين من الخيارات:

  - خيار الشراء: حيث يعطى بموجبه الطرف الأول (أي المشتري) الحق في شراء (إذا ما رغب) من الطرف الثاني (أي محرر الخيار) أصلاً معيناً بسعر معين بتاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة (حسب الاتفاق) وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على مبلغ معين تحدده شروط العقد.

    وبذلك يكون محرر الخيار ملزماً بأن يبيع لمشتري الخيار الأصل محل العقد وفقاً للشروط التي يحددها العقد وذلك إذا رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

    والهدف من التعامل في خيار الشراء هو حماية مشتري الخيار من التعرض للمخاطر في حال ارتفاع أسعار الأوراق المالية التي يريد شراءها مستقبلاً، حيث يتفق على شراءها بالسعر الحالي وتسلمها مستقبلاً، فإذا انخفضت الأسعار فإنه لا يقوم بتنفيذ عقد الخيار وخسارته في هذه الحالة تكون محدودة بقيمة خيار الشراء، أما إذا ارتفعت الأسعار فإن مشتري عقد الخيار يقوم بتنفيذ العقد وبذلك يتلافى الخسارة التي كان من الممكن أن يتحملها من جراء ارتفاع أسعار الأوراق المالية.

  - خيار البيع: حيث يعطى بموجبه الطرف الأول (أي المشتري) الحق في بيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (أي محرر الخيار) أصلاً معيناً بسعر معين بتاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل حصول المحرر من المشتري على مبلغ معين تحدده شروط العقد.

    وبذلك يكون محرر الخيار ملزماً بأن يشتري من مشتري الخيار الأصل محل العقد وفقاً للشروط التي يحددها العقد وذلك إذا رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد.

    والهدف من التعامل في خيار البيع هو حماية مشتري الخيار من التعرض للمخاطر في حال انخفاض أسعار الأوراق المالية التي يريد بيعها مستقبلاً، حيث يتفق على بيعها بالسعر الحالي وتسليمها مستقبلاً، فإذا ارتفعت الأسعار فإنه لا يقوم بتنفيذ عقد الخيار وخسارته في هذه الحالة تكون محدودة بقيمة خيار البيع ، أما إذا انخفضت الأسعار فإن مشتري عقد

[1] - فليح حسن. خلف، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ٥٢.

الخيار يقوم بتنفيذ العقد وبذلك يتلافى الخسارة التي كان من الممكن أن يتحملها من جراء انخفاض أسعار الأوراق المالية.

- **الحقوق المتداولة[1]:** وهي حقوق تعطي لحاملها إمكانية شراء أسهم عادية معينة عند سعر محدد وفي وقت ما، على أن تحدد فترة الاحتفاظ بهذه الأسهم والتي يمكن تبادلها في السوق المالية، علماً بأن هذه الحقوق لا تشمل المطالبة بالحصص الموزعة أو بالمشاركة في التصويت.
- **عقود المبادلة[2]:** هي عقود تشبه العقود لاحقة التنفيذ إلا أن تسوية الأرباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم يومياً كما هو الحال في عقود المستقبل بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة، وعلى هذا الأساس يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقود المبادلات أرباح أو خسائر ورقية.

❖ **الأسواق المالية الموجودة في دولة الإمارات العربية المتحدة:**

- سوق الإمارات للأوراق المالية: نص القانون الاتحادي رقم (٤) لعام ٢٠٠٠م على إنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، وشرعت الهيئة فور إصدار القانون في وضع هياكلها الإدارية والفنية والأخذ بزمام المبادرة فيما يتعلق بإنشاء سوق الإمارات للأوراق المالية، ونظراً لوجود سوقي أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي عملت الهيئة على تحقيق ربط إلكتروني بين السوقين، وذلك من خلال تدشين شاشة سوق الإمارات للأوراق المالية وإصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجري على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معاً، أطلق عليه اسم مؤشر سوق الإمارات للأوراق المالية كما يعرف كذلك باسم مؤشر هيئة الأوراق المالية والسلع الذي يعد في الوقت الحاضر المؤشر الرسمي لدولة الإمارات العربية المتحدة[3].
- سوق دبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة لديها الشخصية الاعتبارية المستقلة بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم ١٤ لعام ٢٠٠٠، وتعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي، وبدأ سوق دبي المالي مزاولة نشاطه بتاريخ ٢٦ مارس ٢٠٠٠، وفي ٢٧ ديسمبر ٢٠٠٥ قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في

---

[1] - معروف. هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٧.

[2] - الحناوي. محمد صالح، مصطفى. نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٣٢٠.

[3] - http://esm.sca.ae/Arabic/EmiratesIndex/Pages/about.aspx

الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره ثمانية مليارات درهم (٨ مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (٢٠%) من رأس مال السوق أي ما يعادل ١.٦ مليار درهم للاكتتاب العام، وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ ٧ مارس ٢٠٠٧ برمز تداول (DFM)[١].

- سوق أبو ظبي للأوراق المالية: تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (٣) لسنة ٢٠٠٠، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله أن ينشئ مراكز وفروع له خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ ٢٠٠٠/١١/١٥، وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (٨) لسنة ٢٠٠٠[٢].
- بورصة دبي للذهب والسلع[٣]: بدأت بورصة دبي للذهب والسلع التداول عام ٢٠٠٥ لتكون أول بورصة في المنطقة لتداول الأدوات المالية المشتقة والسلع، أنشئت بورصة دبي للذهب والسلع كمبادرة من مركز دبي للسلع المتعددة (حكومة دبي) بالاشتراك مع شركة التقنيات المالية المحدودة (الهند) وبورصة الهند للسلع المتعددة، وتتداول بورصة دبي للذهب والسلع السلع والمنتجات التالية:
  - عقود مستقبلية موحدة قياسياً محررة بالدولار الأمريكي، ويتم تطوير جميع العقود بالتشاور مع صناعة التداول التي ترتبط بها هذه العقود وكذلك مع الأعضاء في بورصة دبي للذهب والسلع.
  - عقود الخيارات المحررة بالدولار الأمريكي. ويتم تطوير جميع العقود بالتشاور مع الصناعات المرتبطة بها ومع أعضاء بورصة دبي للذهب والسلع.

أنواع العقود المتداولة في بورصة دبي للذهب والسلع:

- العملات الرئيسية الثلاث التي كانت مدرجة بالفعل-وهي اليورو-الدولار، والين-الدولار، والجنيه الإسترليني-الدولار، وتعد جميع عقود العملات المستقبلية لدى بورصة دبي للذهب والسلع عقود قابلة للتسليم فعليا.

---

[1] - http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801

[2] - http://www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx

[3] - http://www.dgcx.ae/ar/arAboutUs.aspx

- زيت الوقود.
- الروبية الهندية: في عام ٢٠٠٧ أطلقت البورصة أول عقد في العالم يتداول بالروبية الهندية مقابل الدولار الأمريكي.
- الصلب.
- الصناعات البلاستكية: عقود اللدائن الآجلة (البولي بروبيلين والبولثيلين الطولي منخفض الكثافة).
- نفط خام وسيط غرب تكساس : أطلقت بورصة دبي للذهب والسلع غرب تكساس للخام الخفيف الحلو (DWTI) الآجلة للنفط يوم الثلاثاء ٢٠ مايو ٢٠٠٨ وبدأ التداول يوم الثلاثاء ٢٧ مايو ٢٠٠٨.
- نفط خام برنت: أطلقت بورصة دبي للذهب والسلع عقد نفط خام برنت الآجلة (DBRC) يوم الثلاثاء ٢٠ مايو ٢٠٠٨ وبدأ التداول يوم الثلاثاء ٢٧ مايو ٢٠٠٨.

ثالثاً- المتعاملون في الأسواق المالية: يتعامل في الأسواق المالية والنقدية معظم الجهات في الاقتصاد بدءاً بالأفراد والشركات ومروراً بالمؤسسات وانتهاء بالحكومات، وحتى الجهات الخارجية في حالات ليست بالقليلة، ويقسم المتعاملون في الأسواق المالية والنقدية إلى متعاملين رئيسيين على الشكل التالي[١]:

١. صناديق الاستثمار: هي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الاستثمار في الأوراق المالية وبما يحقق التنويع الكفء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

٢. الشركات التي تعمل في مجال الوساطة بين المتعاملين في الأسواق المالية وهي:

- شركات السمسرة: إن عمل شركات السمسرة في الأسواق المالية والنقدية يتركز على القيام بمهمة الوساطة بين الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية أي بين البائعين الذين يمثلون جانب العرض في السوق والمشترين الذين يمثلون جانب الطلب فيه، كما يؤدي الوسطاء دوراً مهماً في عمل الأسواق المالية من خلال صناعة السوق، أي العمل على إيجاد العرض والطلب المناسبين تبعاً لحاجة السوق، وذلك من خلال القيام بمايلي:

[١] - حماد. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، كلية التجارة – عين شمس، ص ٢٩.

- التأثير على العرض والطلب في السوق من خلال الإسهام في توفير السيولة للمتعاملين سواء من جانب العرض أو من جانب الطلب، وبالشكل الذي يتناسب وحاجة السوق لذلك وبما يقود إلى زيادة فاعلية السوق.
- المحافظة على استقرار وانتظاالمالية:وق بحيث يبعده عن التقلبات الحادة سواء في العرض أو في الطلب، وذلك من خلال قيامهم بعمليات البيع والشراء في السوق، فإذا كان السوق يعاني من انخفاض أسعار الأوراق المالية فإنهم يقومون بزيادة الطلب على الأوراق المالية والعكس عند ارتفاع الأسعار.
- تغطية الإصدارات من الأوراق المالية : وخاصة في السوق الأولية، أي إنهم يقومون بشراء هذه الإصدارات من أجل بيعها لاحقاً.
- خدمة المتعاملين بتقليل درجة المخاطر وخفض التكاليف التي يتحملها المتعامل عند تعامله في السوق وبالتالي تحقيق عائد أكبر لهذا المتعامل، وذلك عن طريق وجود هيئات استشارية وفنية متخصصة تمتلك الخبرة والكفاءة والقدرة على ذلك.

- شركات المقاصة والتسوية: والتي تعمل على تنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية المتعامل عليها بواسطة شركات السمسرة وتسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقاً للنظام الذي تضعه إدارة البورصة والمعتمد من الهيئة.

٣. شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية: وهي شركات تقوم بالنيابة عن كبار المستثمرين بتكوين محفظة منوعة من الأوراق المالية وإدارتها، بمعنى تغيير مكونات المحفظة بما يتناسب مع ظروف السوق، وتختلف عن صناديق الاستثمار في أنها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة خاصة به.

٤. المستثمرون: وينقسم المستثمرون إلى :

- شركات ومؤسسات: حيث تقوم الشركات والمؤسسات المالية باستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية إما بغرض استثمار النقدية الزائدة عن الحد في أوراق مالية لفترة قصيرة أو بغرض الاستثمار طويل الأجل.
- أفراد.

٥. المتخصصون[١]: ويعمل هؤلاء عادة ومن خلال تخصصهم بالتعامل بأوراق مالية معينة في السوق المنظمة على القيام بمايلي:

[١] - خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص ١١٧.

- تنفيذ الأوامر التي يتم فيها تحديد سعر الورقة المالية في الحالات التي يكون فيها سعرها في السوق بعيداً عن هذا السعر المحدد.
- العمل على إيجاد أسواق عادلة ومنتظمة في اتجاهاتها سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض، وبعيداً عن الارتفاعات والانخفاضات الحادة والتي يمكن أن تقود إلى خسائر مرتفعة للمتعاملين.

 المتعاملون في سوق دبي المالي[1]:

- صناديق الاستثمار: حيث يوجد ١٥ صندوق استثمار مفتوح.
- شركات السمسرة: ويوجد حوالي ٩٩ شركة وساطة مالية.
- المستثمرون: من مؤسسات وأفراد.

رابعاً - أنواع الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية:

الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والحكومات والمؤسسات الحكومية بإصدارها، وتعتبر صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك جزء من أصل معين أو الحقين معاً، وفيما يلي شرح لأهم الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية على سبيل المثال لا الحصر:

١. **الأسهم[2] :** يعرف السهم بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم، ويمكن تصنيف الأسهم بطرق مختلفة سواء من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك، أو من حيث علاقة السهم برأس المال، أو من حيث مدى الحقوق المرتبطة بالسهم، أو من حيث شكل الأسهم ذاتها، وذلك على التفصيل التالي[3]:

- من حيث طبيعة الحصة: تقسم الأسهم من هذه الناحية إلى نوعين:
  - أسهم نقدية: وهي تلك الأسهم التي تمثل حصصاً نقدية في رأسمال الشركة.
  - أسهم عينية: وهي التي تعطى لمن يتقدم بحصة عينية مثل آلات أو موجودات أو منقولات وغيرها.

---

[1] - http://www.dfm.co.ae/default.aspx

[2] - حماد. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠.

[3] - خلف، فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية ، مرجع سابق، ص ١٩٨.

- من حيث علاقة السهم برأس المال: تنقسم الأسهم من هذه الناحية إلى:
  - أسهم رأس المال: وهي الصورة العادية للأسهم والتي لم تستهلك، أي لم يستردها المساهم بعد.
  - أسهم التمتع: وهي الأسهم التي تعطى للمساهم الذي استهلكت أسهمه في رأس مال الشركة أثناء حياة الشركة، ويقصد بالاستهلاك هو رد القيمة الاسمية للسهم أثناء حياة الشركة دون انتظار انقضاءها بانتهاء مدتها أو الحل أو التصفية، وهي صكوك قابلة للتداول وتمنح المساهم الحق في حضور جلسات الجمعية العمومية وفي الحصول على الأرباح، ولكنها لا تخوله حق بموجودات الشركة عند تصفيتها إلا بعد الوفاء بالأسهم التي لم تستهلك.
- من حيث مدى الحقوق المرتبطة بها، وتنقسم الأسهم من هذه الناحية إلى:
  - أسهم عادية.
  - أسهم ممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة[1].
- حسب شكلها: تقسم الأسهم من حيث الشكل الذي يتخذه السهم إلى:
  - أسهم اسمية: وهي التي يوضح فيها اسم مالك السهم، وتنتقل ملكية هذه الأسهم بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة.
  - أسهم لحاملها: وهي أسهم تصدر دون ذكر اسم شخص ما، ويعتبر حامل السهم مالكاً له.
  - أسهم أذنية: حيث يذكر اسم صاحب الحق مسبوقاً بعبارة لأمر أو لإذن ويكون نقل ملكية هذه الأسهم عن طريق التظهير دون الحاجة إلى الرجوع للشركة.

٢. **السندات (أدوات الدين)[2]:** يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقاً متساوية لحامليها في مواجهة الشركة، وتقسم إلى[3]:

---

[1] - حنفي.عبد الغفار، الإستثمار في الأوراق المالية: أسهم – سندات – وثائق الاستثمار، الدار الجامعية، كلية التجارة – جامعة الإسكندرية، ص ٣٧.

[2] - حماد. طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٤.

[3] - Eugene E. Brighcem. Joel f. houton, Fundamentals of Financial Management, The drydem press, N.Y, 1998, p 257.

- سندات تصدرها منشآت الأعمال: وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلباً للاقتراض من السوق، وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر.
- سندات حكومية: يقصد بالسندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم، وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية، إذ عادة ما يتمتع عائدها بالإعفاء الضريبي، وهو ما يندر أن يتحقق للأوراق المالية الأخرى، يضاف إلى ذلك تضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.
- السندات الأجنبية: وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها.

٣. **أذونات الخزينة[١]:** وهي الصكوك التي تصدرها الحكومة عند رغبتها في الاقتراض من الأفراد والجهات المختلفة من أجل تمويل العجز في ميزانية الدولة، وهذه الصكوك تثبت أن حاملها دائن للحكومة لخزينة الدولة بمبلغ معين ولفترة محددة وعادة ما تتراوح هذه الفترة بين ثلاثة شهور وسنة واحدة، ولا يحصل حاملو هذه الأذون على فائدة دورية، ولكن تباع هذه الأذون بخصم من قيمتها الاسمية.

٤. **وحدات صناديق الاستثمار المغلقة[٢]:** يتم التداول على وحدات الصناديق المغلقة بحرية في أسواق رأس المال مثلها مثل الأوراق المالية الأخرى، والطريق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من وحدات أن يصدر أمراً للسمسار الذي يتعامل معه، والذي يقوم بدوره بتنفيذ الأمر في السوق.

٥. **شهادات الإيداع القابلة للتداول[٣]:** يقصد بها تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها المصارف التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع والتنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيلهما للشهادات الاسمية غير القابلة للتداول في السوق.

 أنواع الأوراق المالية المدرجة والمتداولة في سوق دبي المالي[٤]:

- أسهم الشركات المحلية والأجنبية.
- السندات الحكومية والتجارية.
- الصكوك الإسلامية.
- وحدات صناديق الاستثمار.

---

[١] - عبد العزيز.د. أمين، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٥٧.

[٢] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٧.

[٣] - الهندي. منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص٦٠.

[4] - http://www.dfm.co.ae/default.aspx

خـامسـاً – مؤشرات الأسواق المالية:

- **تعريف المؤشر:** يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال وبشكل رئيس في سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة[1].

يكشف مؤشر الأسهم عن الاتجاه العام في سوق رأس المال، وبعبارة أخرى نقول كيفية أداء السوق بوجه عام، فالمؤشر مقياس شامل لاتجاهات السوق يبين تحركات سعر سوق الأسهم بصفة عامة، وهكذا فإن المؤشر بالنسبة للمستثمر هو معيار قياس مستوى سوق الأسهم ككل وفي المقابل قياس أداء كل من الأسهم على انفراد أو الحكم عليه، إذن فالمؤشرات هي أدوات يستعملها المستثمرون في كل أنحاء العالم في الأسواق المتقدمة والنامية على حد سواء.

- **أنواع المؤشرات:** يتم عادة التمييز بين نوعين من المؤشرات[2]:
  - مؤشرات قابلة للتداول: وهي التي تفسح المجال للتداول في كل أقسام البورصة من أسواق مشتقات وغيرها، وتساعد المستثمرين في تحسين أداء إدارة محافظهم المالية.
  - مؤشرات غير قابلة للتداول: والتي تدمج أو تختزل الأداء الكلي لسوق المال في رقم واحد، وهناك مؤشرات رسمية تصدر عن الهيئات الرسمية القائمة على إدارة وتنظيم البورصة، أو من معاهد ومؤسسات مالية، وتقتصر هذه المؤشرات على حدود الدولة لقياس أداء البورصة فيها، أما النوع الآخر من المؤشرات غير القابلة للتداول فهو المؤشرات الدولية والتي تصدرها هيئات دولية للسمسرة وغيرها.
  - مؤشرات صناديق الاستثمار: وتصدر عن صناديق الاستثمار من خلال الشركات التي تقوم على إدارة هذه الصناديق.
- **استخدامات المؤشر:** لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، وفي طليعة تلك الاستخدامات:

١. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أوسلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت

[1] - الداغر.محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات – أوراق – بورصات، ٢٠٠٥، ص ٢٩٨.

[2] -أبو عمر. د. واثق حمد، النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية " عولمة أم فوضى منظمة ؟ "، دار الرضا للنشر، سوريا – دمشق، ٢٠٠٣، ص ٣١.

استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر .

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

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

٤. تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة [١].

٥. تعتبر مؤشراً اقتصادياً: حيث تساعد مؤشرات البورصات في عملية التقييم الاقتصادي للأصول والثروات القومية على مستوى الاقتصاد الكلي.

٦. تعتبر أداة للمتاجرة في الأسواق المشتقة: وذلك من خلال عقود المستقبليات والخيارات التي تهدف لتحقيق العديد من الأغراض أهمها تغطية الأخطار [٢].

٧. يعتبر المؤشر إنذاراً مبكراً للدولة والمؤسسات المالية والتي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية واقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في السوق المالي للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الانهيار المالي للسوق المتوقع وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية [٣].

---

[١] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٣٠.

[٢] - العربيد.د. عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٨.

[٣] - عبد العزيز.د. أمين، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٣٨.

- **كيفية بناء المؤشرات:** على الرغم من التفاوت في كيفية بناء المؤشرات، إلا أنها جميعها تقوم على ثلاثة أسس هي[1]:

١. **ملاءمة العينة:** تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي:

- الحجم: فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.
- الاتساع: ويعني قيام السعر:المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذٍ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.
- المصدر: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

٢. **الأوزان النسبية لمفردات العينة:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

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

- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر .

- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

[1] - www.arab-api.org/ course9/C / htm 22/1/2006.

- مدخل الأوزان بالأسعار النسبية: تقوم فكرة هذا الأسلوب في الترجيح في إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، من خلال معرفة التغير النسبي للسعر بين فترتين محل القياس، ثم حساب الوسط الهندسي وليس الوسط الحسابي، وأخيرا تحدد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار النسبية المستخرجة في القيمة الأساس للمؤشر لمعرفة التغير في حالة السوق.

٣. **توضيح إجراءات حساب قيمة المؤشر**: تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحتسب على أساسها قيمة المؤشر، حيث تحتسب قيمة بعض المؤشرات على أساس الأرقام القياسية وأخرى على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وبالنسبة للمجموعة الأولى يحسب المتوسط في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، وفي عدد قليل منها يحسب المتوسط على أساس المتوسط الهندسي، وبالطبع ينبغي للمستثمر أن يتعرف على طريقة حساب المؤشر، فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي يسفر عن معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسي.

- **طرق احتساب المؤشرات:**

١. **المؤشر المرجح بالقيمة السوقية:** من مميزات هذا المؤشر اعتماده أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة، حيث تُعطى كل شركة وزناً بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل.

ولاحتساب المؤشر المرجح بالقيمة السوقية تستخدم الصيغة العامة التالية[1]:

- عند فترة الأساس : (t=1)

  - Index = 1000
  - القيمة السوقية للعينة = القيمة الأساسية B1 = M1

- عند t > ١

  - Index (t) = (Mt/Bt)* 1000
  - Bt = Bt-1*(Mt/Mad)
  - Mad = Mt - It - Nt + Qt -1

[1] - http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=90&local_type=0&local_id=0&local_details=0

- حيث :

  - t : الزمن الذي يتم فيه احتساب المؤشر
  - Index t: المؤشر عند الزمن t
  - Mt: القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمن t ، وتساوي مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاقات الأسهم المكونة للعينة في الزمن t في عدد الأسهم المكتتب بها في نفس الفترة
  - Bt: القيمة الأساسية (Base Value) وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس.
  - Mad: القيمة السوقية المعدلة عند الزمن t ، وعن طريق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات علي المؤشر من حيث زيادة رؤوس الأموال أو إضافة أو سحب بعض الشركات الى/من العينة .
  - IT: القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من أسهم الشركات المكونة لعينة المؤشر عند الزمن t
  - Nt: القيمة السوقية لأي شركة أضيفت الى العينة خلال الزمن t
  - Qt-1: القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة المؤشر خلال الفترة السابقة (t-1) وتم سحبها خلال الزمن t

القيمة الأساسية Bt هي عبارة عن قيمة معدلة لا تساوي القيمة السوقية في فترة الأساس، ويتم إجراء التعديلات على المؤشر عن طريق احتساب القيمة السوقية المعدلة Mad وذلك لاستبعاد أي تغيرات في القيمة السوقية تكون ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم مثل الإصدارات الجديدة وإدخال أو إخراج شركة الى / من العينة مما يساهم في تمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم . ومما يذكر بأن قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الاسمية للسهم او بتخفيض رأسمالها لا يؤثر على القيم السوقية للشركة وبالتالي لا يستدعي إجراء أية تعديلات على الرقم القياسي .

وهناك العديد من مؤشرات السوق المستخدمة لأسلوب الترجيح بالقيمة نذكر منها: مؤشر كوليس، مؤشر ستاند آند بور، المؤشر المركب للبورصة الأميركية، مؤشر الاتحاد الوطني لنظام المتاجرة الآلي للأوراق، مؤشر الفايننشال تايمز، مؤشر صندوق النقد العربي.

٢. **المؤشر غير المرجح:** يعطي المؤشر غير المرجح أوزاناً متساوية لكافة شركات العينة بغض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر أسهمها، وتعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم، ويمكن القول بان هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالتساوي بين كافة الشركات .

ويتم احتساب المؤشر باعتماد أسلوب المعادلات الهندسية (الوسط الهندسي) حسب الصيغة التالية [1]:

$$Index\ (t) = Exp\ (Ln(10)*S)*1000$$

$$S = \sum_{i=1}^{n} (Log(Pti/Poi))/n$$

Exponential : اقتران أسي للأساس e (العدد النيبيري)

Ln : لوغاريتم للأساس e

Log : لوغاريتم للأساس (10)

Index (t) : الرقم القياسي في الزمن (t)

بحيث:

- Pti: سعر السهم (i) في الزمن (t)
- Poi: سعر السهم (i) في فترة الأساس
- n: حجم العينه
- t: الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي

ومن خصائص المعادلة المستخدمة في احتساب هذا الرقم أنها تأخذ اللوغاريتم للأساس (١٠) لنسب أسعار المقارنة إلى أسعار الأساس لشركات عينة المؤشر، إضافة إلى قدرتها على تهذيب القيم الشاذه في نسب تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة، ومن ثم جمع لوغاريتمات نسب الأسعار والقسمة على عدد شركات العينة واستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس ١٠، وضرب الناتج في (١٠٠٠).

[1] -http://www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=90&local_type=0&local_id=0&local_details=0

في حالة قيام شركة من شركات عينة المؤشر بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الاسمية للسهم أو تخفيض رأسمالها مما يؤدي إلى انخفاض / أو ارتفاع القيمة السوقية لسعر السهم، ويتم تعديل سعر الأساس للشركة بحيث لا يؤثر هذا الانخفاض (نتيجة التجزئة أو الأسهم المجانية) / أو الارتفاع (في حالة تخفيض راس المال) على تحركات المؤشر، ولا يتم إجراء أية تعديلات في حالة قيام الشركات بزيادة رؤوس أموالها عن طريق طرح الأسهم للاكتتاب، أما في حالة إضافة أو سحب شركة (إلى/ من) العينة فيتم التعديل عن طريق احتساب معامل للتعديل (C) يتم احتسابه بحيث يجعل قيمة المؤشر بعد التعديل مساوية لقيمة الرقم قبل التعديل وذلك مع افتراض بقاء الأسعار ثابتة، ويمكن صياغة طريقة الاحتساب كما يلي :

الرقم القياسي بعد التعديل = C × الرقم القياسي قبل التعديل

ثم بعد ذلك يتم ضرب معادلة الرقم القياسي بالمعامل (C) في اليوم الذي حصل فيه التغيير وفي الأيام التي تليه .

٣. **المؤشرات المرجحة بنسبة التداول الحر:** يعرف التداول الحر بأسهم الشركة المتاحة للتداول للجمهور، وعادة إذا كانت الشركة المتداولة في البورصة لديها عدد محدود من الأسهم الحرة التداول فهذا قد يعرض المساهمين في هذه الشركة إلى مشاكل في السيولة مما قد يؤدي في بعض الأحيان لعدم توفر سعر حقيقي أو عادل للورقة المالية المتداولة، وبالتالي يعتبر مديرو صناديق الاستثمار ومستخدمو المؤشرات عامة وجود مثل هذه الشركات بالمؤشر بالقيمة السوقية الكلية بدون أخذ نسبة التداول الحر في حساب المؤشر لا يعطي صورة حقيقية للسوق ولا يكون المؤشر مقياس سليم للسوق، ومن هنا كان اتجاه شركات فوتسي ومورجان ستانلي في الأعوام القليلة الماضية إلى حساب المؤشرات المرجحة بنسبة التداول الحر[1].

حيث تم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة، وهذا الأسلوب معتمد من قبل عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من اكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد اند بورز S&P والـ FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس Dow Jones Indexes and STOXX .

[1] - www.egyptse.com/index

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، وكذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة، إضافة لذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته .

ومن الواضح الآن أن البورصات المتقدمة والناشئة بصدد دراسة تغيير طريقة حساب المؤشر ليتضمن نسبة التداول الحر لجذب الاستثمارات الأجنبية أو طبقت هذا بالفعل مثل بورصة القاهرة والإسكندرية، بورصة السعودية، بورصة عمان، بورصة دبي وأبو ظبي.....الخ.

إلا أن الاختلاف بين طريقة احتساب المؤشر في هذه البورصات يكمن في الشروط الموضوعة من قبل إدارة البورصة و التي على الشركة تحقيقها لتدخل ضمن المؤشر وسنة الأساس المختارة والحد الأقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر المسموح بها، **وفيما يلي توضيح لهذه الشروط في سوق دبي المالي،** حيث ولأغراض احتساب المؤشر يتم مراعاة مايلي[1]:

- يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الملكيات التي تبلغ ٥% أو أكثر في رأس مال الشركة.
- يعتمد المؤشر الجديد في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية، الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن أخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق.
- تم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز ٢٥%، وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار للشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.
- يشتمل المؤشر الجديد على الأسهم العادية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي كسوق رئيسي فقط، وبالتالي لا يتضمن المؤشر السندات وصكوك التمويل والأسهم الممتازة، إن وجدت، وكذلك لا يتضمن أسهم الشركات المدرجة في سوق دبي كسوق فرعي.
- يتم استخدام النسب المعيارية التالية لنسبة أسهم التداول العام بحيث يتم تطبيقها على جميع الشركات المدرجة لتحديد القيمة السوقية لكل شركة في المؤشر:
  - ٢٥% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين ٥% إلى ٢٥%.
  - ٥٠ % من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من ٢٥% إلى ٥٠%.

[1] -www.dfm.co.ae.

- ٧٥% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من ٥٠% إلى ٧٥%.
- ١٠٠% من القيمة السوقية للشركة إذا تراوحت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول ما بين أكبر من ٧٥% إلى ١٠٠%.

- يتم استبعاد الشركة من المؤشر إذا قلت نسبة الأسهم الحرة المتاحة للتداول عن ٥% من إجمالي رأس مالها.
- تم استخدام تاريخ ٢٠٠٣/١٢/٣١ كنقطة بداية للمؤشر حيث تم استخدام أسعار ذلك اليوم لتحديد القيمة السوقية الأساسية للمؤشر كما تم استخدام نقطة قياس مقدارها ١٠٠٠ نقطة كبداية لقراءة المؤشر الجديد في ذلك اليوم.
- فيما يتعلق بالشركات الجديدة التي يتم إدراجها في السوق، فيتم النظر في إدراجها في المؤشر بعد مرور شهر من بداية تداولها في السوق، وذلك لتفادي التقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات خلال الفترة الأولى من بدء التداول على أسهمها.

البحث الثاني:

أهمية ومحاذير سوق الأوراق المالية

١. أهمية الأسواق المالية:

- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الأولية.
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثانوية.
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثالثة.
- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الرابعة.

٢. متطلبات قيام سوق للأوراق المالية.

٣. مقومات نجاح سوق الأوراق المالية.

٤. الأزمات المالية:

- **أسباب الأزمات المالية.**
- **تحليل لأهم الأزمات المالية:**
  - أزمة عام ١٩٢٩.
  - أزمة سوق المناخ.
  - أزمة النمور الآسيوية.
  - أزمة عام ٢٠٠٨.

٥. محاذير سوق الأوراق المالية.

أولاً- أهمية سوق الأوراق المالية: أضحت سوق الأوراق المالية ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين البشر والمؤسسات والشركات، وتعمل تلك الأسواق على تحقيق موازنة فعالة مابين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد فيها على المبادرة الفردية والجماعية.

فالأسواق المالية تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته فهي تشجع على تنمية الادخار وتوجيهه إلى الاستثمار المنتج كما تساعد على تحقيق الكفاءة في أسلوب توزيع الموارد المالية وتمكين عوامل العرض والطلب من حشد تلك الموارد مع السعي نحو تحقيق توزيع أكثر عدالة للدخل والثروة فأسواق الأوراق المالية تعد بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمار طويل الأجل ومن خلال إصدارات الأسهم والسندات من قبل الحكومات وشركات القطاع الخاص تم تمويل الانطلاقة الصناعية في الدول الصناعية المتقدمة .

إن حاجة الدولة إلى حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات بعيداً عن زيادة عبء المديونية الخارجية تعتبر أهم الدوافع لقيام الدولة بالعمل على تطوير أسواق الأوراق المالية الناشئة .

١. الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الأولية :

- تلعب الأسواق المالية الأولية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، فضلاً عن ذلك تعمل هذه الأسواق على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات[١].
- زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام وتشجيع صغار المدخرين على الادخار بوجه خاص والذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات فضلاً عن عدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية.

[١] -خضر. حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، آذار ٢٠٠٤، السنة الثالثة.

- المساهمة في تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد: حيث أن سوق الأوراق المالية تقوم بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية (سندات الدين العام) في هذه الأسواق، مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة، من ناحية أخرى تعد هذه الأدوات (أذون الخزانة، سندات الخزانة) وسيلة رئيسية لتمويل العجز المالي من جهة ولإدارة السيولة النقدية من جهة أخرى .
- الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني: حيث تعمل على تجنب الآثار التضخمية لتمويل المشروعات طويلة الأجل، فلو قامت البنوك التجارية بمثل هذا التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وإحداث موجات تضخمية خاصة وأن هذا التمويل سيأخذ شكل القروض طويلة الأجل التي لا يقابلها زيادة مماثلة في الناتج القومي تستطيع امتصاص السيولة الناتجة عنها بعد فترة زمنية طويلة[1].

٢. الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثانوية:

- من أهم مهام السوق الثانوية هو توفير السيولة للإصدارات الأولية للأسهم والسندات وذلك بتسيير تداول هذه الأوراق وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر عند رغبة حاملها بذلك، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات فالمستثمرين يأتون إذا كان بإمكانهم أن يذهبوا[2].
- الرقابة على أداء الشركات: تعتبر البورصة جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءات سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في ردهة البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط.
- التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني واتخاذ الإجراءات المناسبة: حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية في البلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية

[1] -خربوش. د. حسني وآخرين، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، المتخصصون للنشر، عمان – الأردن، ١٩٩٨، ص ١٥٥.

[2] - عبد اللطيف. أسار فخري، دراسة عن دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث في البنك المركزي العراقي.

عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش[١].

- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية: مثل الأسهم والسندات في ضوء الموقف المالي وربحية الشركات والأحوال الاقتصادية الخاصة بالصناعة والدولة[٢].
- حسن تخصيص الموارد: وذلك من خلال توفير الفرصة للتجمعات الكبيرة من العارضين والطالبين، وتقديم المعلومات الضرورية لهم، وتأمين الأسعار العادلة والقريبة من الحقيقية للأوراق المالية.[٣]
- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالاستثمارات طويلة الأجل: حيث يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي هي من ضمن نشاطات الأسواق النقدية قصيرة الأجل بجانب الأسهم والسندات لفترات طويلة الأجل اللتان هما ضمن الأسواق الرأسمالية.
- يمكن للأسواق المالية من خلال إدراتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الإحتياجات.
- ضمان التوازن: من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من عوائد الأدوات الاستثمارية والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية وخاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركة الأسعار[٤].
- توفر سوق الأوراق المالية مجموعة من الأدوات المالية: التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم .
- الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا .

---

[١] - بوحسون.زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٧، العدد ١، ٢٠٠٥.

[٢] - إسماعيل. محمد عثمان ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣، ص ٤٠.

[3] - Meri Kohn, Financial Institutions and Markets, N. York: McGraw Hill, Inc, 1994, P 453.

[4] - A.M. Santomero and D.F.Babble, Financial Markets: Instruments and Institutions, IRWIN, Chicago, 1997, p4.

- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي.

٣. **الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الثالثة:** ذكرنا أن السوق الثالث عد جزءاً من السوق غير المنظمة وأنها تتكون من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة وأنها تتعامل في نوعي الأوراق المالية المسجلة وغير المسجلة في السوق المنظم، وبناءً على ذلك فإن السوق الثالث تؤدي الوظائف التالية([١] ،[٢] ،[٣]):

- إتاحة الفرصة لبيوت السمسرة الصغيرة غير الأعضاء في البورصة والتي ليس لها ممثلين في البورصة للتعامل مع هذه السوق.
- إتاحة الفرصة لمؤسسات الاستثمار الكبرى مثل صناديق التأمين والمعاشات للتمتع بميزة الخصم في العمولة حيث يسمح التعامل في هذه السوق بالتفاوض بين المستثمر وبيوت السمسرة بشان تحديد مقدار العمولة.
- العمل في هذه الأسواق مستمر دون تحديده بمواعيد رسمية بما يسمح للمتعاملين في هذه السوق بعقد صفقاتهم في أي وقت وبأي كمية حتى بعد التوقف عن التعامل فيها بالبورصة.
- تسمح هذه السوق بتداول أسهم الشركات الصغيرة عالية المخاطر التي لا يسمح بتداولها في السوق الأولية والثانوية بالنظر إلى عدم تسجيلها فيهما.

٤. **الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية الرابعة:** ذكرنا أن سوق الأوراق المالية الرابعة تعد جزءاً من السوق غير المنظمة، ويتم التعامل داخلها بين المؤسسات المالية الكبيرة ومنشآت الأعمال العائلية مباشرة أو من خلال وسطاء ماليين بشكل طلبيات كبيرة، وبناء على ذلك فإن السوق الرابع يمكنه أداء الوظائف الاقتصادية التالية ([٤] ،[٥]):

- إتاحة الفرصة للمتعاملين داخلها من عقد الصفقات المباشرة بينهم والتخلي عن السماسرة والبورصات، وبالتالي توفير تكلفة التعامل والتحرر من قيود البورصة.
- سرعة إنجاز المعاملات نتيجة الاتصال المباشر بين الأطراف والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار المرضية للطرفين.

---

[١]- البنا.محمد، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، المنوفية، مصر، ١٩٩٦،، ص ١٥٦.

[٢] -الهندي. منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٧، ص ١٠٩.

[٣] - الحناوي. محمد صالح ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٧٥.

[٤] -الزرري. عبد النافع – فرح. د. غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ٢٠٠١، ص ١٢٥.

[٥] -الهندي. منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ١١١.

- تحقيق أكبر قدر من السيولة للأوراق المالية بكافة أنواعها المسجلة وغير المسجلة في البورصة، العادية والممتازة، الصفقات الكبيرة والصغيرة.
- تتيح هذه السوق للمتعاملين فرصة عقد الصفقات دون الكشف عن أسمائهم الحقيقية.
- تربط هذه السوق بين أطراف التعامل المتباعدة جغرافياً.

ثانياً – متطلبات قيام سوق للأوراق المالية:

- توفر البنية التحتية المطلوبة، والتي تتمثل في توفير التالي:
  - تشريعات وأنظمة وتعليمات عصرية متناغمة مع بعضها البعض تحكم مختلف جوانب عمل وأنشطة القطاع المالي بشكل عام وسوق الأوراق المالية فيه بشكل خاص، كما يجب أن تنسجم السياسات المالية والنقدية وسياسات سوق رأس المال بحيث تصب جميعها في أهدافها ومراميها على تشجيع الادخار وتنمية الثروات الوطنية.
  - وجود مكان محدد ومعلوم عن كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
  - أن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات، وذلك لضمان سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء.
- وضوح الفلسفة الاقتصادية للدولة: بحيث تبين هذه الفلسفة الإستراتيجية العامة للدولة في التطور الرأسمالي الذي يعطي القطاع الخاص مكانة هامة في الاقتصاد الوطني بحيث تستطيع السوق تجميع المدخرات الخاصة وتوظيفها توظيفاً مربحاً.
- تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث توجد عدة طرق لتحويل المدخرات إلى استثمارات نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:
  - اقتطاعات جبرية من رواتب العاملين مقابل منحهم أسهم في شركات مساهمة أو مدهم بالسندات.
  - جعل السوق المالي سوق شعبية في متناول الجميع.
  - إنشاء نوادي الاستثمار وهي عبارة عن جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغاً معيناً من المال وتقوم الجمعية باستثمارها لحساب أعضائها لشراء الأوراق المالية.
- وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة: وهي من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال وتحويلها من مدخرات خاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، فالاستقرار السياسي يعتبر عاملاً مهماً لجذب رؤوس الأموال إضافة إلى ذلك ينبغي على الدولة أن توفر للمستثمرين

العرب والأجانب بعض التسهيلات في تحويل صافي أرباحهم إلى الخارج وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: يرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين زيادة المدخرات، بهدف تشجيع عمليات الاستثمار حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض للأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء مشاريع منتجة والتي تعتبر جزءاً هاماً من عملية التنمية، لذا يتطلب من هذه المؤسسات مايلي:
  - تحسين ورفع مستوى الخدمة المصرفية.
  - رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار.
  - زيادة عدد فروع الجهاز المصرفي وجعلها قريبة من عامة الأفراد.
- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة: والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية على أن تكون ذات سمعة جيدة، وان توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات، مثل بيوت الإصدار والسماسرة حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي:
  - تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم.
  - استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم، حيث أن ما لديهم من أموال قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية أو أن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.
  - تسهيل وتسريع عمليات التداول والبت فيها.
  - إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات كبيرة.
- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لا بد أن يرافقه إعلام مناسب حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، وحتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين لا بد من مراقبة البيانات الواردة في الإعلانات حتى يكون لها طابع جدي.
- تنوع أدوات الاستثمار المالي: ذات المزايا المتنوعة والمختلفة التي تضمن للسوق توسعاً وفاعلية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين، فالأساليب الفنية الحديثة في إصدار الأوراق المالية تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق متنوعة، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية.
- النمطية: وذلك بجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

إن المتطلبات السابقة الذكر تشكل ركناً أساسياً لإقامة السوق المالية فبدونها لا يمكن إقامة السوق، وفي حالة قيام الدولة بإنشاء السوق بدون المتطلبات المذكورة فإنها ستتعرض لاحقاً لأزمات تكون دورية في أغلبها وقد تؤدي إلى فشل التجربة وانهيار السوق.

ثالثاً – مقومات نجاح سوق الأوراق المالية:

- إن نجاح البورصة في أدائها لمهامها يتوقف جزئياً على سلامة ورشادة السياسات الاقتصادية السائدة، كما يتوقف على وجود استقرار اقتصادي حميد ونمو بمعدلات مقبولة، وأيضاً يتوقف على توفير أكبر قدر ممكن من الديمقراطية، إضافة إلى تقليل حجم ونطاق الفساد إلى أدنى مستوى ممكن[١].
- وجود جهاز إداري ذا كفاءة عالية ونظاماً إدارياً فعالاً ومجموعة من القواعد واللوائح ذات وضوح وصرامة تحمي المستثمرين من الغش والتلاعب، إضافة إلى وجود نظام عقابي ذا قدرة كبيرة على الزجر والردع، وبشكل يعزز من ثقة الجمهور بنظام السوق وهيئته.
- وجود أجهزة معلومات واتصالات متطورة وتوفير قاعد معلومات وإفصاح مالي وإداري سليم يتسم بالدقة في المعلومة وتوقيت نشرها ويتسم بالشيوع بين الجميع بحيث يكون كل متعامل بالسوق على علم كامل بها، لافرق بين عميل وعميل[٢]، وذلك سواء في:
  - مرحلة إصدار الأوراق المالية وطرحها على الجمهور من خلال إعداد نشرة الإصدار والتي يجري على أساسها التعاقد القانوني ما بين الجهة المصدرة للورقة والمكتتب.
  - أو في مرحلة تداول الأوراق المالية بعد مرحلة صدورها (السوق الثانوية)، وفي هذا الإطار يتحتم على الشركة المساهمة العامة الإفصاح عن أية معلومات مهمة تؤثر على أسعار أوراقها المالية المدرجة بالسوق.

حيث كلما تيسر نشر المعلومات سادت الشفافية في الأسواق المالية وبالتالي ازداد دور هذه الأسواق في توسيع المبادلات وفي تكثيف معادلاتها، وهنا يظهر ما يعرف بالأسواق الكفوءة وذلك حين تنتشر المعلومات الجديدة بسرعة فتقيم الأدوات الاستثمارية بشكل ملائم في وقت مناسب[٣].

- وجود إقتصادات متقدمة ومندمجة هيكلياً وتسودها أنظمة سوقية ومؤسسات خاصة وآلية حرة وذلك لأن الأسواق المالية تتطلب لتسيير نشاطاتها واستمرار تطورها دوراً قيادياً للقطاع الخاص وسريان قوانين السوق وآلياتها في إطار حريات التمويل والاستثمار والإنتاج المتبادل.

---

[١] -دنيا. د. شوقي احمد، البورصة: حلم وكابوس، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، ٢٠٠٧، ص ١٣.

[٢] - حنفي. عبد الغفار، الأسواق أو المؤسسات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٤، ص ٢٧٣.

[٣] - معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٨٧.

- وجود شركات مساهمة كبيرة تتمتع بمرونة عالية تجاه حركات الأسعار والتغييرات التي تحدث في الإقتصادين المحلي والدولي.
- توافر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة ومعاملة أخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية.
- تقليل تكاليف المعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.
- بناء السعر اعتماداً على عدد كبير من البائعين والمشترين الراغبين للتبادل عند مستويات أعلى أو أدنى من الأسعار الجارية[1].
- الوعي الاستثماري لدى جمهور المتعاملين بالأسواق المالية، فإذا كان وجود المستثمر ضرورياً من أجل قيام البورصة فإن وجود المضارب هو الآخر ضروري من أجل تحسين كفاءتها وتحقيق استقرارها، وإن عدم وجود المقامر هو الآخر ضروري لأن تصرفاته الطائشة تلحق الضرر به وبغيره[2].
- وجود الاستمرارية فيها، فلا بد أن تكون البورصة سوقاً مستمرة، وذلك من خلال الأمور التالية:
  - وجود عدد كافٍ من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية من ناحية، والاستقرار من ناحية أخرى لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.
  - وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.
  - إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.
  - تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول والتعامل فيها.

[1] - معروف.هوشيار، الإستثمارت والأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٨٧.

[2] - الهندي.د. محمد منير، الأوراق المالية وسوق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، ص ٦٦٩.

رابعاً- الأزمات المالية: يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى أواخر القرن التاسع عشر وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في ١٩٢٩ – ١٩٣٣، ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي وخلال العقدين الأخيرين عانت كثير من الدول – سواء الصناعية أو الناشئة أو دول التحول من التخطيط المركزي السابق – من نوع أو آخر من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، كما شهدَ العالم ٢٤ أزمة اقتصادية منذ عام ١٩٧١ بمعدل أزمة كل سنة ونصف سنة، واختلفت في حدّتها وأثرها على الاقتصاد العالمي، بعضها كان محدوداً ومحصوراً في بلد المنشأ، وبعضها توسّع ضمن قطاعٍ اقتصادي متعدّد الجنسية مثل المصارف أو المعلوماتية، وفئةٌ ثالثة كانت لها أبعادُ عالمية أكثر شمولاً، وسجّلَ قطاعا المصارف وأسواق خدمات المال أكبر عدد أزمات بين ١٩٧١ و ٢٠٠٨ إضافة إلى أزمات ترتبطُ بهما، واحتلّت أزمات المال واجهة أزمات البلدان كما حدث في بلدان آسيوية، وفي البرازيل وروسيا عام ١٩٩٨ وتركيا والأرجنتين في ٢٠٠١ ثم البرازيل ٢٠٠٢، وتأتي أزمة الرهون العقارية العالية الأخطار وخسائر البورصات العالمية بين ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ لتنذر بأسوأ أزمة اقتصادية قد يشهدها العالم منذ ثمانية عقود. ويبدو لغاية الآن أن العالم عاجزٌ عن احتواء تأثيراتها ولجم تردّداتها، وهي تدفع بتموّجاتها إلى بلدانٍ أخرى وتتوسّع دوائرها متجاوزةً إجراءات الإدارة الأميركية.

أ. **أسباب الأزمات المالية:** منذ أن وقعت الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا كرست المنظمات الدولية المهتمة بالنظام الاقتصادي والنقدي الدولي والباحثون جهودهم في تتبع الأسباب والعوامل التي تؤدى إلى حدوث الأزمات المالية، وذلك كخطوة تسبق وضع إطار أو نموذج يمكن من خلاله إمكانية التنبؤ بحدوث هذه الأزمات مقدماً، ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها فإن هناك عوامل مشتركة توجد في هذه الأزمات، بعض هذه العوامل خارجية والبعض الآخر داخلي أو محلى، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأسباب[1]:

- **عدم تماثل المعلومات:** إن أحد أهم العوامل الأساسية التي تؤدى إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهى تعبر عن موقف يكون أحد الأطراف المتعاملين في النواحي المالية لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة، كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفء للنظام المالي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى أو تفشيها (سريان الإشاعات).

[1] -Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher,"Assesing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000.

- **التقلبات الاقتصادية الكلية العنيفة:** إن الطبيعة الخاصة للأسواق المالية تجعلها شديدة الحساسية تجاه التقلبات الكبيرة التي تحدث في الأسعار وفقدان الثقة، وذلك بالإضافة للعوامل الخارجية مثل تقلبات شروط التبادل الدولي وتقلبات أسعار الفائدة العالمية والآثار المترتبة عليها من حفز انتقال رؤوس الأموال وتغير أسعار الصرف فتقع في المشكلات سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، بجانب ذلك هناك المتغيرات المحلية مثل معدلات التضخم ومستوياتها ومدى تقلب الأسعار المحلية.
- **التوسع الكبير في الإقراض وانهيار أسعار الأصول**: هناك براهين رئيسية توفر الدليل على صحة هذه المقولة التالية: " إن كلا من التزايد الكبير في عمليات إقراض البنوك وانهيار أسعار الأصول المالية كانت تسبق عادة الأزمات المصرفية وأزمات سوق المال".
- **عدم التحضير الكافي للتحرير المالي:** أصبح التحرير المالي قضية مسلم بها ولا يشكك في فائدتها للدول النامية إلا عدد قليل من الدارسين، إلا أن التحرير المالي يستحدث أوضاعاً جديدة لم يتعود عليها النظام المصرفي في السابق وما لم يكن هناك ما يقابلها من احتياطات وإجراءات كافية يمكن أن تحدث أزمة للبنوك ،فحينما يتم تحرير سعر الفائدة تفقد البنوك الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل أسعار الفائدة المدارة التي كانت تجعل سعر الفائدة على الآجال القصيرة أقل من الآجال طويلة الأجل ، ومع رفع القيود على منح الائتمان يزيد الطلب - الذي كان في حالة ترقب - في القطاعات التي تم تحريرها مثل العقارات وأنشطة السندات ، كما أن خفض نسبة الاحتياطي يسمح للبنوك أن تلبى تلك الطلبات المتزايدة، في ظل هذه الأوضاع ومع بقاء المسؤولين عن منح الائتمان في ظل سياسة الكبح المالي هم أنفسهم المسؤولون في ظل سياسة التحرر لن تكون لديهم الخبرة الكافية لتقدير مخاطر الائتمان.
- **التغلغل الحكومي والقيود المطاطة حول القروض المرتبطة بها:** يلعب كل من العاملين دوراً هاماً في خلق الأزمات المصرفية والمالية لأنها تسمح بتدخل الأهداف السياسية للحكومة أو أصحاب المصالح الخاصة في كل نواحي العمليات المصرفية وتؤدى إلى تدهور معدلات الربحية والكفاءة.

وتخضع القروض التي تمنحها البنوك المملوكة للدولة (القطاع العام) لتوجيهات حكومية إما بشكل مباشر أو غير مباشر أكثر من تلك التي تتعرض لها البنوك الخاصة، فقد أنشئت معظم البنوك العامة لتخصيص القروض لقطاعات معينة وغالبا ما كانت الجدارة الائتمانية لهذه القطاعات أو هؤلاء المقترضين محل اهتمام أو تلقى وزناً كبيراً عند منح الائتمان، وبذلك تصبح تلك القروض التي تمنحها البنوك العامة مصدراً لدعم حكومي لمساعدة مشروعات متعثرة، وفضلاً عن ذلك ولأن هذه البنوك لاتواجه منافسة وتتمتع بوضع احتكاري فإن الحكومة تقوم

بتغطية خسائرها وأحيانا ما تكون محمية من قواعد ونظم الإفصاح المالي ولا يوجد لديها الميل للابتكار أو تشخيص مشاكل القروض في مراحل مبكرة وعادة ما يكون أداؤها أقل كفاءة من نظيرها من البنوك الخاصة.

- **ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية:** إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره الشركات المساهمة ضعيفاً فإن أداءها سيتأثر بشكل سيء، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على الشركات، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة على الشركات إدارة وتنظيم الشركات التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للعملاء والمقترضين، وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وبطء الإجراءات وطولها سواء للشركات للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر هذه الشركات.
- **تشوه الحوافز:** إن أي نظام للحد من الكوارث والأزمات المالية لن يعمل بنجاح إلا إذا كان القائمون بالعمل لديهم الحافز المناسب لعدم تشجيع قبول المخاطر المتزايدة واتخاذ إجراءات تصحيحية في مرحلة مبكرة.
- **نظم الصرف:** يمكن أن تؤثر نظم أسعار الصرف في التعرض للأزمات مالية من خلال المضاربة وكذلك الطريقة التي تتأثر بها الأصول الحقيقية للشركات والبنوك نتيجة خفض قيمة العملة المحلية وقدرة البنوك المركزية على القيام بدور المقرض الأخير للبنوك التي تواجه مشاكل سيولة أو عسر مالي.

ب. تحليل لأهم أزمات سوق المال وتوضيح لأسباب نشوءها وآثارها على الاقتصاد العالمي:

١. **أزمة الثلاثاء الأسود لعام ١٩٢٩([1]):** بلغت بورصة وول ستريت أعلى مستوى لها في الثالث من أيلول سبتمبر ١٩٢٩ حيث كان نحو ٢ % من الشعب الأمريكي يمتلك أسهماً وسندات في البورصة اقتناعاً منهم بإمكانية تحقيق مكاسب سريعة، والمضاربون الذين لم تكن تتوافر لهم الوسائل كانوا يجرون تعاملاتهم معتمدين على قروض أو من خلال إيداع سندات أخرى تشكل ضمانات، ولم يكن أحد يدرك أن أسعار الأسهم في البورصة كانت تفوق قيمتها الفعلية مما جعل وول ستريت تفقد أي اتصال مع الواقع الاقتصادي.

و"الخميس الأسود" الذي شكل نهاية لمرحلة المضاربة هذه انعكس على كل الأسواق المالية العالمية بدءاً بلندن حيث انطلقت الأزمة الاقتصادية من بورصة وول ستريت بمدينة نيويورك يوم ٢٤ أكتوبر ١٩٢٩بعد طرح ١٩ مليون سهم للبيع دفعة واحدة فأصبح العرض أكثر من الطلب فانهارت قيمة الأسهم، وانتشر الذعر وهرع المستثمرون والفضوليون إلى البورصة في حين بدأ الوسطاء البيع بكثافة، وقرابة ظهر ذلك اليوم خسر مؤشر داو جونز ٢٢.٦% من قيمته، وبعد ساعات قليلة وجد آلاف المساهمين أنفسهم مفلسين.

وقد تبخر ما مجموعه سبعة إلى تسعة مليارات دولار في يوم واحد، وانهارت البورصة خاسرة ٣٠% من قيمتها في تشرين الأول أكتوبر و٥٠% في تشرين الثاني نوفمبر، وبلغت الخسائر الإجمالية ٣٠مليار دولار أي عشرة مرات أكثر من الميزانية الفدرالية وأكثر من النفقات الأمريكية خلال الحرب العالمية الأولى .

وتحول حادث البورصة سريعاً إلى أزمة عالمية حادة للغاية هي الأخطر التي شهدها النظام الرأسمالي، وبلغت الأزمة ذروتها في نهاية ١٩٣٠ مع إفلاس ٦٠٨ مصارف ومنها مصرف الولايات المتحدة، وبحسب فريدمان وشوارتز، كان في مقدور الاحتياطي الفيدرالي لجم الأزمة من طريق خفض نسبة الفوائد وتوفير القروض وشراء السندات، ولكن الفيدرالي قلص حجم قروضه للنظام المصرفي وأسهم في تفاقم الأزمة فاضطرت مصارف أميركية إلى بيع أصولها للحصول على سيولة .

---

[1] - Look at:

- http://www.histgeo-ma.com/3an/manar/His3_6.htm
- http://www.alriyadh.com/2008/09/18/article375022.html
- http://www.hedayah.net/default.asp?browser=view&EgyxpID=61765

وأفضى تهافت المصارف إلى بيع الأصول المالية في أثناء انخفاض أسعار السندات، ومع موجة إفلاس المصارف الثانية، في ١٩٣١ انخفض حجم الودائع المصرفية التجارية ٢،٧ بليون دولار أي ٩ في المائة من إجمالي الودائع، وفي كانون الثاني ١٩٣٢ أشهرت ١٨٦٠ مصرفاً إفلاسها، ولم تحل محاولات الاحتياطي الفيدرالي مواجهة أزمة السيولة دون اتساع موجة انهيار المصارف الثالثة في نهاية ١٩٣٢، وإثر انتشار إشاعات عن نيّة إدارة الرئيس فرانكلين روزفلت خفض سعر الدولار تهافت الناس على بيع الدولار وشراء الذهب فزاد الاحتياطي الفيدرالي نسبة الخفض وعبّد الطريق أمام إعلان الرئيس روزفلت إعطاء المصارف «إجازة»، في آذار (مارس) ١٩٣٣ ولم يعد ٢٥٠٠ مصرف من هذه الإجازة .

واضطرت الولايات المتحدة الأمريكية إلى سحب رساميلها المستثمرة بالخارج وأوقفت إعاناتها لبعض الدول، فامتدت الأزمة إلى البلدان الصناعية الأوربية وبفعل ارتباطها بالاقتصاد الأوربي فقد امتدت الأزمة لبلدان المستعمرات كما مست باقي دول العالم بفعل نهج سياسة الحمائية لحماية الاقتصاد الوطني، ولم يفلت من الأزمة سوى الإتحاد السوفيتي لانعزاله عن العالم الرأسمالي بإتباعه نظاماً اشتراكياً.

تضررت المؤسسات البنكية وانهار الإنتاج الفلاحي والصناعي بفعل انخفاض الأسعار وتراجع الاستهلاك فتأزمت المبادلات العالمية كما انتشر البؤس وتزايد أعداد العاطلين وتكاثرت الهجرة القروية .

كما أحيت الأزمة الصراعات الاستعمارية وأدت إلى وصول أنظمة ديكتاتورية لحكم بعض الدول كالنازية في ألمانيا والفاشية في إيطاليا.

مواجهة الأزمة:

- تم التخفيض من قيمة العملة لتشجيع الصادرات، وتم تقليص ساعات العمل مع تجميد الأسعار والرفع من الضرائب وتطبيق سياسة الاكتفاء الذاتي وتشجيع استهلاك المنتوجات الوطنية .
- نهجت بعض الدول أسلوب التوجيه عن طريق سياستها الجبائية وبتحديد نسب الفائدة كما اعتمدت أخرى على مستعمراتها وعلى الصناعات العسكرية والمشاريع العمومية الكبرى .
- تبنى الرئيس الأمريكي روزفلت «الخطة الجديدة» سنة ١٩٣٣ لمواجهة الأزمة، حيث تم تنظيم البنوك ومراقبة المؤسسات المالية ودعم الفلاحين مع إصلاح الصناعة بالتخفيف من المنافسة وتحديد الحد الأدنى للأجور، وفي الميدان الاجتماعي تم فتح أوراش كبرى للتخفيف من البطالة مع تحسين الأجور .

وأوضح جون كنت غالبريت الأسباب الأساسية للأزمة المالية بخمسة عناصر هي:

- سوء توزيع الدخل: موضحاً أن ٥% من الأغنياء كانوا يمسكون بنحو ثلث الدخل سنة ١٩٢٨ في الولايات المتحدة، وهو ما تكرر ثانية إذ أصبحت في السنوات الثلاث الأخيرة نسبة ٥% تمسك بنحو ٣٨% من الدخل، وقد أكد غالبريث أن اقتصاداً يعتمد على إنفاق ثلة قليلة من الناس لا يمكن أن يتمتع بالكثير من الاستقرار.
- البنية السيئة للمؤسسة: ويسميها غالبريث "التخريب في طريق العودة" ويشرح ذلك بأنه نتيجة تصرف تقوم به الشركات التابعة من أجل تفادي دفع بعض العوائد لشركاتها الأم، مما يدفع الشركات الأم إلى إيقاف الاستثمار في كل فروعها.
- البنية السيئة للبنوك، وهي بنية يرى فيها غالبريث كثيرا من الممارسات السيئة، مستغربا أن لا يلام أصحاب المصارف بينما يوجه اللوم إلى المودعين الذين يسحبون ودائعهم عندما يرون ما أصاب جيرانهم عند سقوط أول بنك.
- حالة الميزان التجاري الخارجي المريبة: موضحاً أن الولايات المتحدة كانت بعد الحرب العالمية الأولى دولة دائنة، بينما هي اليوم عكس ذلك.
- الحالة السيئة للتنظير الاقتصادي: الذي رأى الكاتب أنه لم يساعد في تفادي الوقوع في الأزمة الحالية.

٢. **أزمة سوق المناخ ([1]):** تطور سوق المناخ على مر الزمن حتى أصبح البورصة غير الرسمية أو السوق الموازية لبيع الأسهم المعترف وغير المعترف بها رسمياً، فتحول هذا السوق إلى مكان يقصده الراغبون في الثراء السريع حيث كان يتردد عليه آلاف من المواطنين ليجنوا الربح الوفير.

لم يكن سوق المناخ يخضع لرقابة السلطات المالية، وبالتالي اختلفت آلية عمله وطبيعة شركاته المتداولة عن تلك المدرجة في السوق الرئيسي، كان هناك قرابة تسعة صناع لسوق المناخ اعتمدوا على الثقة المتبادلة فيما بينهم ليس لتنسيق عمليات المضاربة فحسب، وإنما أيضا لاستقطاب رساميل الآلاف من صغار المستثمرين إلى سوق المناخ.

---

[1] - Look at:

- - http://www.kuwait-history.net/vb/showthread.php?t=1431
- - www.gulfta.com/forum/showthread.php?t=5767

كانت التسوية والمقاصة تتم في معظمها عن طريق شيكات مصرفية مؤجلة وقابلة للتداول، وهنا نشطت من جديد وبشكل غير رسمي، سوق عقود البيوع المستقبلية ذات المخاطرة العالية والتي ساعدت على إعادة تدوير الرساميل في سوق المناخ.

تميزت الشركات المتداولة في سوق المناخ بميزة خاصة حيث كانت نحو ٥٤ شركة خليجية معظمها شركات وهمية تأسست خلال الفترة من ١٩٧٩ إلى ١٩٨٠م لغرض يتيم هو الاستثمار في أسهم بعضها، حتى أن عدداً كبيراً منها لم تكن لها منتجات أو عملاء حقيقيون.

شجعت جميع هذه العوامل عدداً كبيراً من صغار المستثمرين إلى تحويل رساميلهم من السوق الرئيسي إلى سوق المناخ رغبة في الربح السريع، ومدعومة بالشعور بأن الحكومة الكويتية سوف تدعمهم كما دعمت أقرانهم عندما انهار السوق الرئيسي في عام ١٩٧٦م.

أدى التدفق السريع للرساميل إلى تضخم القيمة السوقية إلى أكثر من ستة أضعاف قيمتها الدفترية، ولم يكن الوضع الائتماني للمصارف الكويتية بمعزل عن هذا التضخم، حيث ارتفعت نسبة الائتمان المصرفي إلى ١٧ في المائة خلال الربع الأول من عام ١٩٨٢م، مدعومة بمشاركة المصارف للمستثمرين في تنشيط سوق عقود البيوع المستقبلية غير الرسمي لتمويل صفقات جديدة.

بدأت المأساة في الربع الثاني من عام ١٩٨٢م وبالتحديد في منتصف شهر أيار عندما تزامن موعد استحقاق الدفعة الأولى من عقود البيوع المستقبلية مع حركة تصحيح كبيرة أدت إلى عجز في قيمة العقود المستحقة، عندها بدأت أسعار الأسهم بالنزول التدريجي واستمرت حتى منتصف شهر آب من العام نفسه عندما نزل المؤشر بنسبة ٣٠ %، وانخفضت حركة التداول بنسبة ٦٠ %.

أصيب سوق عقود البيوع المستقبلية غير الرسمي بحالة من الكساد التام بتراكم نحو ٢٩ ألف شيك مؤجل غير قابل للدفع، وبقيمة إجمالية تقدر بنحو ٩٤ مليار دولار أمريكي، ومسحوبة لأمر نحو ستة آلاف مستثمر، كانت هذه المستويات كفيلة بانهيار السوق وذهابه إلى غير رجعة، محدثاً أزمة سيولة نقدية في المصارف التجارية وهزة في الاقتصاد الكويتي.

وهناك أسباب أخرى عَجَّلت بحدوث أزمة سوق المناخ، وهي:

- غياب الرقابة الفعالة من قبل وزارة التجارة للتحقق من مدى تطبيق السوق للقوانين والتشريعات المنظمة لحركة التداول، وعدم قيام لجان الأوراق المالية بدورها بفاعلية، بالإضافة إلى عدم تأدية البنك المركزي لدوره في الرقابة على منح الائتمان المصرفي وعدم استخدامه لأدواته الفعالة في الرقابة المصرفية والنقدية.

- عدم قيام مكاتب تدقيق الحسابات بأداء مسؤولياتها المهنية التي تستلزمها معايير المراجعة المتعارف عليها.
- قصور نظام التداول: فقد كان لنظام التداول المتبع أثره في التعجيل بأزمة السوق لأنه كان يقوم على نظام المفاوضة بين البائع والمشتري دون الرجوع أو الاستناد إلى الأنظمة والقوانين.
- المبالغة في الأسعار التي كانت تتم بها صفقات البيع لأجل.
- تأثر السيولة المستخدمة في الصفقات التجارية النقدية بظاهرة إنشاء الشركات المساهمة المقفلة الكويتية وشركات المحاصة التي لجأ الكثير من الفعاليات الاقتصادية إلى تأسيسها كوسيلة للحصول على كميات من الأسهم بتكلفتها الاسمية.

وكنتيجة حتمية لكل العوامل والأسباب سالفة الذكر حدثت أزمة سوق المناخ وجاءت حادةً وقاسيةً وبحجم أكبر مما توقعه الجميع، وبدأت الأقلام المتشائمة تكتب عن هذه الأزمة متنبئة بانهيار الاقتصاد الكويتي ودخول آلاف من الكويتيين السجون لعدم قدرتهم على سداد مديونياتهم. وقد بلغ حجم التشابك بين الأطراف المرتبطة بشيكات البيع الأجل في سوق المناخ (إجمالي المديونية) حوالي ٢٧ مليار دينار.

وقد تكاتفت السلطتان التشريعية والتنفيذية من أجل تطويق الأزمة، أما الحكومة فقد اتخذت عدة إجراءات لمعالجة الأزمة كان أبرزها:

- إيقاف تأسيس الشركات المساهمة المقفلة والتي كان قد لجأ إليها الكثير ممن يسمون بالفعاليات الاقتصادية كوسيلة فعالة للحصول على كميات ملموسة من الأسهم بتكلفتها الاسمية، مع إمكانية بيعها في السوق بأسعار مرتفعة نظراً لحدة المضاربة وكثرة الطلب عليها بسبب الآثار التراكمية التي أحدثتها على حجم المعاملات النقدية الفورية في سوق المناخ نتيجة لامتصاصها جزءاً كبيراً من السيولة.
- تأسيس شركة مقاصة تتولى حصر جميع معاملات البيع الآجل.
- تشكيل هيئة للتحكيم تتولى البت في المنازعات الناجمة عن تلك المعاملات.
- إنشاء صندوق برأسمال قيمته خمسمائة مليون دينار لضمان حقوق الدائنين نقداً أو بموجب سندات صادرة عنه.

٣. **أزمة النمور الآسيوية (دول جنوب شرق أسيا)** [١]: تمثل بلدان جنوب شرق آسيا المعروفة بالنمور حالة تتسم بكثير من التميز والخصوصية فهذه البلدان والتي كانت ولفترة قريبة ماضية أسيرة التخلف استطاعت وعلى نحو غير مسبوق وخلال عقود قليلة حرق مراحل تاريخية واسعة وتمكنت من ردم فجوة هائلة كانت تفصلها عن الدول الصناعية المتقدمة.

إلا أن الأوضاع بدأت في التغير منذ منتصف العام ١٩٩٧ انطلاقاً من تايلاند حيث انتقلت عدواها إلى بقية دول جنوب شرق آسيا بدرجات قد تكون متفاوتة ومتباينة إلى حد ما، في الواقع أن تايلند التي انتشر منها الذعر إلى بقية دول المنطقة قد أخذت تبدو عليها عوارض الأزمة منذ عام ١٩٩٦حيث أن ارتباط عملتها بالدولار قد أدى مع ارتفاع الدولار في ذلك العام إلى فقدان قدراتها التنافسية وبدأت صادراتها بناء على ذلك في التراجع لأول مرة منذ ١٩٨٣ في الوقت الذي استمرت وارداتها في التزايد، هذا كما أن تخفيض العملة الصينية في عام ١٩٩٤ قد أثر على الوضع التنافسي لصادرات تايلند وكذلك صادرات الدول المجاورة الأخرى، حيث أن تخفيض الصين لسعر صرف عملتها بحوالي ٥٠ % أدى إلى تزايد حصيلتها من الصادرات بمقدار ضعف معدل نمو الصادرات التايلاندية، وأخذت الأوضاع تتوالى في شكل حلقة مفرغة حيث أن تقلص الصادرات مع استمرار تزايد الواردات قد أدى إلى تزايد نسبة عجز الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي في تايلاند من ٥.٥ % إلى حوالي ٨%. ومع ارتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة لأسباب داخلية وخارجية أدى ذلك إلى ارتفاع التضخم الأمر الذي اضطر البنك المركزي لرفع سعر الفائدة مما انعكس في انكماش النشاط الاقتصادي وبدأ المسلسل في شكل انخفاض أرباح الكثير من الشركات مما أثر على سوق الأسهم التي انخفضت أسعارها بأكثر من ٤٠ % والذي يعتبر في عام ١٩٩٦ أسوأ أداء للأسواق الآسيوية.

وبدأت العوامل النفسية تلعب دورها في تفاقم تردى الأوضاع الاقتصادية حيث اتهم البنك المركزي بعدم الإفصاح عن الحقائق والتقليل من حجم التضخم وعجز الحساب الجاري الذي كانت تعاني منه البلد في الوقت الذي اتهم بأنه، من ناحية أخرى، كان يبالغ في تقديرات زيادة الصادرات ومعدلات النمو الاقتصادي، ووصلت الأمور إلى مرحلة خطيرة حيث استمرت الصادرات في التراجع مع استمرار تراكم عجز الميزان التجاري لتايلاند، ومع تسارع تردي الأوضاع تدهورت أسعار البورصة التايلاندية من جديد حيث انخفض مؤشر الأسهم التايلاندية من ١٤١٥ في فبراير ١٩٩٦ إلى ٨٠٠ بنهاية العام قبل أن يواصل هبوطه إلى مستوى ٣٦٦ في نهاية عام ١٩٩٧.

[١] -المناعي. د. جاسم " المدير العام رئيس مجلس إدارة صندوق النقد العربي"، الأزمة الاقتصادية الآسيوية – محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت – الجمهورية اللبنانية، ١٩٩٨.

وأدت هذه الظروف إلى تضاؤل عائدات الشركات التايلاندية وارتفاع مديونيتها من العملة الأجنبية قصيرة الأجل حيث وصلت ديون تايلاند إلى مستوى ٩٠ مليار دولار أي ثلاثة أضعاف احتياطاتها من العملات الأجنبية، وعلى أثر تخفيض جودة ديون تايلاند قصيرة الأجل من قبل مؤسسة مودي لتقييم الملاءة الائتمانية خلال عام ١٩٩٦ زادت مخاوف المتعاملين في دول جنوب شرق آسيا وتعاظم القلق حول احتمال تخفيض الباهت التايلاندي.

وعلى الرغم من محاولة الحكومة التايلاندية التقليل من حدة تلك المشكلة واستمرارها في الدفاع عن الباهت التايلندي لمدة طويلة، الأمر الذي استنزف الجزء الأعظم من احتياطاتها من العملة الأجنبية إلا أنها في النهاية استسلمت في ٢ يوليو ١٩٩٧ وتخلت عن ربط الباهت بالدولار وأقرت بأسلوب التعويم في إدارة سعر الصرف.

وقد تهاوت العملة التايلاندية على أثر ذلك لمستويات قياسية حيث انخفضت من حوالي ٢٦ باهت مباشرة قبل فك الربط إلى مستوى ٤١ باهت مقابل الدولار في أكتوبر ١٩٩٧.

وقد كان لتلك الأحداث تأثير ملحوظ على الأوضاع الاقتصادية في الدول المجاورة لتايلند حيث بدأ الفزع يستشري وبدأت الثقة تتزعزع في اقتصاديات هذه الدول الأمر الذي قاد إلى انتشار العدوى حيث تعرضت بقية دول جنوب شرق آسيا لنفس المسلسل الذي بدأ بانخفاض الصادرات وزيادة عجز الحساب الجاري الأمر الذي انعكس في تدهور معدلات النمو وتراجع النشاط الاقتصادي وهروب رؤوس الأموال وتعرض العملات المحلية لضغوط كبيرة حيث تخلت حشود المستثمرين عن هذه الاستثمارات بعضهم بشكل مشروع والبعض الآخر لأسباب أكثر خبثًا، والشيء الطبيعي الذي تقوم به حين تبيع أحد الأصول بعملة مختلفة هو أن تحول المال إلى عملتك، يعني ذلك طلب كبير على العملات الأجنبية بينما يتعثر حظ العملة المحلية، مما أدى إلى انتشار الذعر والفوضى الاقتصادية التي لا تزال هذه الدول تعاني منها وتحاول جاهدة السيطرة عليه.

محاولة تشخيص الأزمة وبيان أهم أسبابها:

- **كثافة حركة رؤوس الأموال وفقدان القدرة على تقييم المخاطر:** فقد كانت كثافة الحركة أكبر من قدرة المؤسسات المالية والاقتصادية في هذه الدول على التحكم واستثمار هذه الأموال بما يتلاءم وصالح اقتصاديات هذه الدول .
- **ضعف المؤسسات المالية والمصرفية:** يرجع ذلك إلى ضعف الرقابة وانعدام الإفصاح والشفافية وإلى تداخل المصالح بين قطاع الأعمال والمصارف من ناحية، وقطاع السلطات السياسية من

ناحية أخرى، حيث لم يكن تقييم المخاطر يخضع لمعايير صارمة سواء تعلق الأمر بمنح الائتمان أو الاقتراض من الخارج، فمن ناحية منح الائتمان فقد توسعت المصارف في منح الائتمان دون ضوابط، أما فيما يتعلق بالاقتراض فقد تجاوزت مطلوبات النظام المصرفي في بلد مثل تايلاند الناتج المحلي الإجمالي لها، إن تزايد اقتراض الشركات في هذه الدول من المصارف أدى إلى زيادة تعرض وانكشاف البنوك فيها على نسبة عالية من المخاطر.

- **السياسات والممارسات الاقتصادية :** على الرغم من تطبيق دول جنوب شرق آسيا لاقتصاديات السوق إلا أن حكومات هذه الدول ظلت تتدخل في قوى السوق بشكل أدى إلى تشوهات واختلال في توظيف الموارد ساهم في تفاقم الأزمة الاقتصادية التي عصفت بدول هذه المنطقة، حيث أن تدخل الحكومة في الحياة الاقتصادية لهذه الدول انعكس في توجيه الائتمان، وانعدام المرونة في أسواق عناصر الإنتاج.....

- **نظام سعر الصرف:** حيث عملت دول جنوب شرق آسيا لفترة طويلة من الزمن على إتباع نظام سعر صرف ثابت يقوم على ربط عملاتها بالدولار الأمريكي، ويعتقد بأن مثل هذا الربط لم يوفر المرونة الكافية للحفاظ من ناحية على تنافسية صادرات هذه الدول كما أنه لم يوفر إجراءً رادعاً للمضاربين على عملات هذه الدول بالإضافة إلى حرمانه كما يبدو للبنوك المركزية لهذه الدول من استخدام السياسة النقدية بالحرية اللازمة .

٤. أزمة عام الـ ٢٠٠٨:

أ. **أسباب الأزمة**: بدأت الأزمة المالية عام ٢٠٠١-٢٠٠٢ على شكل أزمة عقارات متمثلة بـ: ارتفاع أسعار، وقلة المعروض من المنازل، والتشدد في الإقراض العقاري... مما دفع الحكومة الأمريكية إلى حل سريع للأزمة دون النظر إلى النتائج بعيدة المدى المترتبة عليه فوجهت إلى تسهيل عملية الإقراض العقاري من جانب بنوك الإقراض وزيادة عدد هذه البنوك.

وبذلك عملت البنوك على تسويق العقارات لمحدودي الدخل في الولايات المتحدة بطريقة ملتفة متجاهلة بذلك قاعدة الحيطة والحذر وبشروط تبدو سهلة للوهلة الأولى، ولكن بعقود كانت صياغتها بمثابة فخ لمحدودي الدخل فقد كانت في مجملها التفاف على قوانين الدولة والحد الائتماني، حيث تضمنت العقود نصوصاً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط ٣ أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداده، فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغيرها من البنك الفيدرالي الأمريكي، وهذا ما يسمى بـالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير Adjustable Rate Mortgages ARM.

ارتفعت نتيجة لذلك أسعار العقارات (بالتحديد السكنية منها) بما يقرب ١٢٤% خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٦، مما حفز الكثيرين على الاقتراض لتمويل شراء مساكنهم الخاصة، حيث ارتفع معدل التمليك السكنى في الولايات المتحدة الأمريكية من ٦٤% في ١٩٩٦ إلى ٦٩.٢% في ٢٠٠٤. وفى ظل الارتفاع العام لأسعار تلك العقارات أخذ أصحاب العقارات الحصول على قرض جديد نتيجة ارتفاع سعر العقار، وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، ومن هنا جاءت التسمية بأنها الرهون الأقل جودة، لأنها رهونات من الدرجة الثانية، وبالتالي فإنها معرضة أكثر للمخاطر إذا انخفضت قيمة العقارات.

أمّا أهم أسباب سلسلة الانهيارات المالية هي عمليات التوريق لضمانات القروض، فالبنك عندما يقوم بالإقراض يستحوذ على عقار أو سلعة أو ورقة مالية كضمان، يقوم البنك بعدئذ بتحويل ضمانات القروض هذه إلى أوراق مالية جديدة (سندات) ويقوم ببيعها، ومن يشتري هذه الأوراق (يشتريها بداعي الاستثمار) يقوم بتحويل جزء منها كضمان مقابل قرض من بنك آخر، أو يستعمل هذه السندات كوسيلة لسداد ديونه، أي ديون تسدّ ديون وديون تخلق ديون، وهكذا تستمر العملية حتى يتم موعد الاستحقاق فيعود الضمان لصاحبه وتتسلسل عمليات الاستحقاق لتغلق عملية التوريق.

إضافة إلى ذلك تم بيع وشراء والمضاربة على هذه السندات في البورصة، وعن طريق ذلك تم بناء هياكل اقتصادية متعددة على أصل واحد فقط وهو أساساً أصل ضعيف وغير قوي ومهدد دائماً فإذا انهار جزء ينهار الكل وهو ماتم بالفعل.

قام أصحاب هذه السندات باللجوء إلى شركات التأمين التي أوجدت من الأزمة فرصه للربح بضمان العقارات فيما لو امتنع محدودو الدخل عن السداد، فقامت بتصنيف سندات الديون لفئتين (أ) قابلة للسداد وَ (ب) لا يمكن سدادها وبدأت شركات التأمين بأخذ أقساط التأمين على السندات من هؤلاء المستثمرين.

إلا انه منذ عام ٢٠٠٤ وكنتيجة لاستمرار ارتفاع أسعار العقارات الأمريكية والاستمرار في منح القروض العقارية وارتفاع قيمة الأصول العقارية للمقترضين قام أصحاب الأصول العقارية ببيعها والاستفادة من هامش ربح وتوجيه هذه القروض إلى الإنفاق الاستهلاكي مما أدى إلى ضغوط تضخمية وبناء على ذلك قام بنك الاحتياطي الفيدرالي بتطبيق سلسلة من الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة بلغت نحو ٥.٢٥% في يونيو ٢٠٠٦.

مما أدى إلى تراجع الطلب على القروض العقارية وبالتالي انخفاض الطلب على العقارات و انخفاض أسعارها، كما أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى تزايد التزامات محدودي الدخل حيث ارتفعت أعباء قروض العقارات التي التزموا بها، بالإضافة إلى القروض التي تشكل قيمة العقارات ضماناً لها، فامتنع الكثيرون عن السداد بعد أن أرهقتهم الأقساط المتزايدة، وبدأت أسعار العقارات تهوي.

ولدى تفاقم الأزمة وتوقف محدودي الدخل عن السداد، اضطرت الشركات والبنوك لمحاولة بيع العقارات محل النزاع والتي رفض ساكنوها الخروج منها، فعجزت قيمة العقار عن تغطية التزامات أياً من البنوك أو شركات العقار أو التأمين، مما أثر علي السندات فطالب المستثمرون بحقوقهم عند شركات التأمين، فأعلنت أكبر شركة تأمين في العالم " إيه آي جي AIG" عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه ٦٤ مليون عميل تقريبًا مما دفع بالحكومة الأمريكية إلى منحها مساعدة بقيمة ٨٥ مليار دولار مقابل امتلاك ٨٠ % من رأسمالها، ولحق بها كثير من المؤسسات المالية الأمريكية .

ب. **آثار الأزمة**: ظهرت بوادر الأزمة في عام ٢٠٠٧ وقد ألحقت الأزمة خسائر بالمؤسسات المالية العالمية بلغت ٢.٨ تريليون دولار وذلك وفقا لتقديرات بنك انجلترا المركزي، ونوجز فيما يلي أهم نتائج الأزمة:[١]

- عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري الممنوحة لمدنيين لا يتمتعون بقدرة كافية على السداد مما أدى إلى ظهور عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة .
- انهيار عدد كبير من الشركات (شركتي فاني ماي وفريدي ماك..)، وعدد من البنوك (بنك واشنطن، بنك إندي ماك ...) ، وعدد من شركات التأمين (أمريكان إنترناشيونال جروب للتأمين..).
- بدأت البورصات تتدهور أمام مخاطر اتساع الأزمة وقد طال التراجع البورصات الرئيسية الأجنبية والعربية وأيضا المصرية، حيث انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصات العالمية بنحو نصف قيمتها لتبلغ اقل من ٣٠ تريليون دولار من أعلى قيمة لها هذا العام
- أدى ارتباط المؤسسات المالية الآسيوية بسوق المال الأمريكي إلى امتداد اثر الأزمة إليها وظهر ذلك من خلال هبوط مؤشر البورصة في اليابان وسحب العديد من المستثمرين اليابانيين أموالهم من الولايات المتحدة مما نتج عنه ارتفاع الين مقابل الدولار الأمر الذي انعكس بشكل سلبي على الصادرات اليابانية.
- شهدت أسواق الصرف العالمية انخفاضا في سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى.
- كان للأزمة التي نشأت في سوق العقارات الأمريكية وانتقالها إلى أسواق المال الأوربية والآسيوية والعربية انعكاسات سلبية على عدد من الأسواق الأخرى غير المالية حيث

[١] - شحاتة.د. عبد الله، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، بحث منشور على الإنترنت " www.pidegypt.org/download/azma.doc".

انخفضت أسواق الذهب عالمياً، كما شهدت أسواق النفط الخام انخفاضا ملحوظاً خلال فترة قصيرة إلى أكثر من النصف حيث انخفض من ١٤٧ دولار للبرميل إلى نحو ٣٩.٥ دولار للبرميل .

- كذلك تضررت أسواق المال العربية من الأزمة المالية وانخفض مؤشر البورصة بها، كذلك تأثرت البنوك العربية بالأزمة نتيجة لاستثماراتها في الخارج.
- يقدر د. أحمد جويلى الأمين العام لمجلس الوحدة الاقتصادية أن الاقتصاد العربي فقد ٢٥٠٠ مليار دولار نتيجة للازمة المالية العالمية وأن معدل النمو بالاقتصاد سينخفض من ٥ % إلى ٣ % .

ج. **الآثار الاقتصادية المتوقعة للأزمة:** لم تنحصر الأزمة في التصدع المالي بل سرعان ما تحولت هذه الأزمة إلى الاقتصاد الحقيقي حيث أنه من ناحية فإن التكاليف الباهظة لمعالجة وضع المؤسسات المالية المتضررة من هذه الأزمة سوف تنعكس في شكل عبء مالي كبير على الاقتصاد. هذا كما أنه من ناحية أخرى فإن تردد البنوك وتقلص قدرتها على الإقراض من شأنه أن يحرم كثير من القطاعات الاقتصادية الأخرى من التمويل المطلوب وبالتالي ينعكس ذلك في شكل انكماش للأنشطة الاقتصادية المختلفة التي لا يبدو بأنها سوف تفلت من تأثير هذه الأزمة الكبيرة، ومن القطاعات التي سوف تتأثر بالأزمة كما يرى جاسم المناعي رئيس صندوق النقد العربي على سبيل المثال لا الحصر[1]:

- الطلب على النفط ومستوى أسعاره: إن الاقتصاديات العربية في معظمها تعتمد على إنتاج وتصدير النفط. وإن الأزمة أدت إلى انخفاض سعر البترول بأكثر من ٦٠ %، هذا إضافة إلى اضطرار دول الأوبك إلى تخفيف إنتاجها من النفط، ويعتبر هذا التأثير هو الأكبر للأزمة على الاقتصاديات العربية خاصة إذا أخذنا في الاعتبار أن الإيرادات النفطية هي المصدر الوحيد للدخل تقريباً في كثير من البلدان العربية مما يعني أن الإنفاق الحكومي وهو المحرك الأساسي للاقتصاد سوف يتأثر وفقاً لذلك.
- الحصول على التمويل وتكاليفه: على ضوء هذه الأزمة ستتغير الممارسات المصرفية الخاصة بمنح الائتمان وتكاليفه حيث سوف يكون هناك حرص أكبر في اختيار المقترضين والمشاريع القابلة للتمويل. كما أن تكاليف التمويل ستبقى مرتفعة نسبياً الأمر الذي قد يؤدي إلى ممارسات مصرفية أكثر حذراً وأكثر انتقائية.

[1] - http://www.alwaqt.com/blog_art.php?baid=8740

- الاستثمارات الأجنبية: المتوقع أن تنخفض الاستثمارات الأجنبية على أثر هذه الأزمة، ووفقاً لبعض التقديرات فإن مثل هذا الانخفاض قد يصل إلى ٣٠% مقارنة بالعام الماضي.
- التجارة أيضاً متوقع لها أن تتأثر سلباً بهذه الأزمة بما يشمل مرافق التجارة من موانئ وقنوات مائية.
- تحويلات الأيدي العاملة: من المتوقع أيضاً أن تتأثر سلباً حيث أن انكماش النشاط الاقتصادي من شأنه أن يمثل فرص عمل أقل ومستويات رواتب وأجور أدنى.
- الأسواق المالية أكثر المتأثرين عالمياً وعربياً وهي تعكس مختلف التفاعلات مع هذه الأزمة من ضعف أوضاع المؤسسات المالية المتضررة إلى التوقعات السلبية لأداء الاقتصاد بشكل عام وما يترتب عليه من ضعف أداء الشركات ومختلف القطاعات إضافة إلى صعوبة وارتفاع تكاليف التمويل. صحيح أن أسعار الأسهم عالمياً أو عربياً أقل من قيمة الشركات وأدائها حالياً لكن الأسعار في الواقع تعكس أيضاً توقعات قيم الشركات وأدائها في المستقبل على ضوء هذه الأزمة وما قد تسببه من تراجع وكساد الاقتصاد.

في الواقع إن تداعيات هذه الأزمة لا تنحصر مثلما ذكرنا في هذه الجوانب فقط بل إن تأثيراتها تبدو بأنها سوف تكون أبعد بكثير على الصعيد العربي والعالمي:

- على الصعيد العربي فإن التأثيرات بعيدة المدى لهذه الأزمة يمكن أن تؤثر على سياسات الإصلاح وبخاصة تحرير القطاع المالي حيث من المتوقع أن يكون هناك على أثر هذه الأزمة مراجعة ويمكن إعادة نظر حول مدى ودرجة التحرير التي يمكن أن تكون مقبولة للأنشطة المالية دون أن تؤدي إلى تعرض الدول المعنية إلى مخاطر مماثلة لما حصل خلال هذه الأزمة. طبعاً من ناحية زيادة الحرص والتحوط فإن مثل هذا الموقف يمكن أن يكون مطلوباً إلا أننا نخشى بأن يمثل ذلك ذرائع للتراجع عن الإصلاح المطلوب.

كذلك فمن المتوقع على المدى البعيد أن يعاد النظر في موضوع الاستثمارات سواء الاستثمارات الأجنبية في المنطقة أو استثمارات المنطقة في الخارج:

- على صعيد الاستثمارات الأجنبية في المنطقة فعلى ضوء الحركة السريعة لهذه الاستثمارات خلال الأزمة خاصة بالنسبة للاستثمارات التي تدعى الأموال الساخنة فإن تجربة دول المنطقة كما هي حال تجارب الدول النامية عموماً فإنها لم تكن إيجابية تماماً، حيث أحدثت هذه الأموال في خروجها المفاجئ إرباكاً لأسواق المنطقة قد تستدعي على أثرها التفكير في التعامل معها بشكل مغاير من شأنه الحد من تأثير حركة هذه الاستثمارات على اقتصاديات المنطقة.

- أما فيما يخص استثمارات المنطقة في الخارج فكذلك على أثر الأضرار التي ترتبت على هذه الاستثمارات من جراء هذه الأزمة قد تحتاج دول المنطقة إلى مراجعة سياسات واستراتيجيات استثماراتها في الخارج على صعيد نوع الأصول المستثمر فيها وكذلك القطاعات وحتى جغرافية هذه الاستثمارات.

- أما على الصعيد العالمي فإن التساؤل الأكبر سيتركز على ضوء هذه الأزمة حول مدى ملاءمة النظام الاقتصادي العالمي وهل بالفعل أن الاقتصاد الحر لا يزال أفضل الأنظمة الاقتصادية أم أن الأمر أصبح يحتاج إلى إعادة نظر على أساس اضطرار الدول للتدخل وإدارة الاقتصاد بدلاً من الاعتماد على الأسواق، وهل أن مثل هذا التدخل هو مجرد إجراءات مؤقتة أم أن الأمر يمثل اختلالات هيكلية تحتاج إلى تصويب ومراجعة جادة، وماذا عن المؤسسات الدولية التي خلقت أصلاً للعمل على تحقيق الاستقرار المالي العالمي مثل صندوق النقد الدولي؟ هل سيقتصر دوره على معالجة الأزمات المالية فقط في الدول النامية والفقيرة أم أنه سوف يسمح له بمعالجة الأزمات حتى وإن نشأت في الدول المتقدمة طالما أن تأثيراتها تطال الدول الأخرى؟ هناك في الواقع عدة تساؤلات تثار على ضوء هذه الأزمة نأمل بأن يتمكن المجتمع العربي والدولي من التصدي لها بالإجراءات المناسبة.

د. **الجهود التي تمت لتجاوز الأزمة:** تدخلت الحكومات والبنوك المركزية لتخفيف حدة الأزمة العالمية من خلال عدة إجراءات نذكر منها[1] :

- أقرت السلطات الأمريكية في أكتوبر خطة إنقاذ بقيمة ٧٠٠ مليار دولار بهدف شراء الأصول المتعثرة من الشركات المالية ، وفى نوفمبر ٢٠٠٨ أعلن وزير الخزانة الأمريكي أن الحكومة الأمريكية تراجعت عن خطتها لشراء أصول المصارف المتعثرة معتبراً أنه من الأجدى الاستثمار المباشر في رأسمال تلك المصارف، كذلك أعلنت بعض الدول خطط منها بريطانيا بقيمة ٤٩٧ مليار دولار وألمانيا بقيمة ٦٤٤ مليار دولار وفرنسا بقيمة ٤٥٤ مليار دولار، كذلك فعلت الصين واليابان وايطاليا وروسيا وباقي دول أوروبا .
- تخفيض سعر الفائدة: حيث قام عدد من البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بتخفيض أسعار الفائدة حيث قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة بمقدار نصف في المائة من ٢% إلى ١.٥% والى ١ % خلال نوفمبر ٢٠٠٨، كما خفض البنك المركزي الأوربي سعر الفائدة من ٤.٢٥% إلى ٣.٧٥% ثم إلى ٣.٢٥ % خلال نوفمبر، كذلك خفض بنك انجلترا المركزي سعر الفائدة ليصل إلى ٣ % مسجلا أدنى مستوى منذ فترة طويلة

[1] - yementf.co.cc/montada-f15/topic-t220-20.htm.

واتخذت كل من البنوك المركزية في كندا وسويسرا والسويد والصين نفس الإجراء بتخفيض سعر الفائدة.

- ضخ أموال لحل أزمة السيولة: حيث قامت البنوك المركزية في مختلف أنحاء العالم بضخ الأموال في سوق المال.
- اتفاق البنوك المركزية في انجلترا وكندا وسويسرا واليابان وكذا المركزي الأوروبي على إجراء عمليات مبادلة للعملات (أسلوب Swap) في حالة نقص السيولة لدى بنوكها ومؤسساتها المالية.
- في الصين ألغت الحكومة الضرائب على شراء الأسهم، كما قامت بشراء أسهم من الأسواق لمؤسسات مالية تابعة للدولة.
- وفي إطار الخروج من الأزمة أيضا فإن اللجوء للتأميم بات حلاً مطروحاً كورقة أخيرة في أيدي تلك الحكومات للدفاع عن الاقتصاد القومي.

هذه الجهود المختلفة تأتى في إطار محاولات الدول استعادة توازنها الذي فقدته في ظل الأزمة المالية الراهنة، والذي كان أحد أهم أسبابها – إن لم يكن أهمها على الإطلاق- هو أزمة الرهن العقاري التي ولّدها القطاع المالي الذي أصبح – على حد تعبير البعض – "طفلاً يحتاج إلى وصاية"، هذه الوصاية هي التدخل الحكومي، وتشير بعض المؤسسات الدولية بأن حل الأزمة المالية العالمية قد يستغرق ما بين سنتين وثلاث سنوات.

- **آثار الأزمة المالية على سوق دبي المالي:** تأثرت دولة الإمارات العربية المتحدة بهذه الأزمة، فهي لم تكن بمعزل عنها، حيث خرجت من بنوكها سيولة كبيرة، وقام الأجانب بتسييل كبير لمحافظهم في الأسهم، كما تراجع العديد منهم عن الدخول والاستثمار في الأسواق الإماراتية وبالأخص المالية والعقارية، وأدى ذلك إلى تراجع حاد في الأسواق المالية، ونقص كبير في السيولة لدى البنوك، وتراجع السوق العقاري بحدة، وإيقاف العديد من المشاريع، فبعد أن حققت أسواق الأسهم مكاسب قوية في بداية عام ٢٠٠٨، حيث وصل مؤشر سوق دبي في يناير ٢٠٠٨ إلى ٦٠٠٣ نقطة، ووصل مؤشر سوق أبو ظبي بنفس التاريخ إلى ٤٦٢٧ نقطة، شهد السوقان أسوء أزمة تصحيح فتراجعا بشكل كبير، حيث فقد سوق دبي قرابة ٧٢ % من قيمته ليغلق بآخر يوم تداول في سنة الـ٢٠٠٨ عند ١٦٣٩ نقطة، وخسر سوق أبو ظبي قرابة ٥٠% من قيمته ليغلق في آخر يوم تداول بعام ٢٠٠٨ عند ٢٣٥٥ نقطة.

كما فقدت معظم الشركات في سوقي دبي وأبو ظبي ما يزيد عن نصف قيمتها السوقية، وكان على رأس الشركات الخاسرة سهم إعمار العقارية الذي أغلق فوق مستوى ١٥ درهما في أول يوم تداول في

٢٠٠٨، وخسر ما يزيد عن ٨٠% من قيمته خصوصا بنهاية العام ليغلق في آخر يوم تداول ٢٠٠٨ عند ٢.٣٣ درهما[1].

واستمر مؤشر دبي المالي بالتراجع في نهاية الربع الأول من عام ٢٠٠٩ حيث سجل انخفاضا بلغت نسبته ٦٧.٨٣ % ليبلغ ١,٥٦٨ نقطة مقابل ١,٦٣٦ نقطة في نهاية الربع الرابع لعام ٢٠٠٨.

إلا أن السوق بدأ يتعافى في الربعين الثاني والثالث من العام ٢٠٠٩ حيث بلغ المؤشر ١,٧٨٤ ، ٢,١٩١ نقطة على التوالي مقابل ١,٥٦٨ نقطة في نهاية الربع الأول من العام نفسه[2].

خامساً – محاذير سوق الأوراق المالية:

- عدم ربط العملات المحلية بالدولار الأمريكي كعملة ربط وحيدة بل لا بد من ربطها بسلة عملات.
- وضع قوانين محددة للاستثمار الأجنبي قصير الأجل أو طويل الأجل، حيث وجد استثمارات دولية قصيرة الأجل تنتقل بحثاً عن الربح السريع فقط من خلال المضاربات في أسواق المال الحاضرة والمستقبلية والنقدية.
- عدم التوسع المصرفي في الإقراض بغض النظر عن الاحتياطيات القانونية التي يحددها المصرف المركزي.
- تجنب أعمال المضارب في العقارات والقطاعات الخدمية.
- الفساد الإداري أي الانتفاع المباشر وغير المباشر من المراكز الوظيفية وغيرها.
- المعلومات غير الجيدة وتخص فروض السوق الكفء، التي تنص على أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتوفرة، حيث أن المعلومات التي تجمعت في يومي /١٧/ وَ /١٨/ أكتوبر كانت كفيلة في تفسير الانهيار الذي حدث في أسعار الأسهم في الاثنين الأسود، حيث انتشرت المعلومات الاقتصادية والسياسية غير الجيدة قبل حدوث الانهيار.
- الخوف من انهيار البورصة، والذي ينص على أن تخوف المستثمرين من أن آلية البورصة سوف تنهار، سيؤدي إلى اندفاعهم إلى بيع عدد كبير من الأسهم مما سيؤدي في النهاية إلى انهيار البورصة.

[1] - http://www.argaam.com/Portal/Content/ResearchArticle.aspx."

[2] - http://www.dfm.co.ae/pages/default.aspx?c=209

البحث الثالث

كفاءة سوق الأوراق المالية

١. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

٢. أنواع كفاءة الأسواق المالية.

٣. متطلبات سوق الأوراق المالية الكفء.

٤. الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية.

٥. أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية.

٦. آليات مقترحة لتعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية.

لا يخفي على أحد أن سوق الأوراق المالية سلاح ذو حدين شأنه في ذلك شأن الأدوات الاقتصادية الأخرى التي من الممكن أن تكون لها آثار إيجابية و/أو آثار سلبية، وتكمن خطورتها بأنها سياسة اقتصادية موجِّهة للاقتصاد الوطني تدار من قبل المستثمرين الأفراد وليس من قبل مؤسسات الدولة، أي أن الأفراد يشاركون في تخطيط الاقتصاد الوطني حتى وإن كان ذلك بدون قصد منهم.

وبالإمكان تقليل تلك الخطورة كلما كانت السوق أكثر كفاءة، حيث تُعد سوق الأوراق المالية وسيطاً بين الشركات الباحثة عن الأموال التي تحتاجها لتمويل عملياتها الإنتاجية (من خلال عملية الاكتتاب الأوَّلي في أسهم الشركة) من جهة، وبين المواطنين الطامحين بحصولهم على حصة من ثروة المجتمع والمستثمرين الذين يفتشون عن مجال مناسب للاستثمار لزيادة ثرواتهم.

سنستعرض في هذا البحث مسألة كفاءة سوق الأوراق المالية بشكل عام من حيث مفهومها وأنواعها ومتطلباتها وصيغها، في محاولة لاقتراح بعض الآليات التي قد تفعِّل من كفاءة عمل سوق الأوراق المالية.

أولاً – مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية: عرف "fama" السوق الكفء بأنه " ذلك السوق الذي يشتمل على أعداد كبيرة من المتعاملين الراشدين اقتصادياً والراغبين في تعظيم أرباحهم، وأن أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية والجارية والمتوقع حدوثها في المستقبل"[1].

بينما ربط "Beaver " كفاءة السوق بالمعلومات التي تصل إليه وأثرها على توازن سعر الاستثمارات وقيمتها الحقيقية، حيث يكون السوق غير كفء إذا لاحظ المستثمرون وجود فرق بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها[2].

ويرى "Haim, Marshall " أنه يمكن النظر للكفاءة على أساس أن المعلومات المناسبة المعطاة عن الأسهم تنعكس على أسعارها، بمعنى أنه في السوق الكفء يكون أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في سعره الحالي، وأنه لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات الجديدة[3].

أيضاً يرى "Jensen " أن السوق يكون كفؤاً بالنظر إلى المعلومات المتوفرة، وذلك طالما كان من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية بالاعتماد على هذه المعلومات بمعنى أن متوسط الأرباح الاقتصادية الذي يحققه مستخدمو هذه المعلومات في السوق يساوي صفراً[4].

---

[1] - Fama, Equene, " Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, May 1970, p 384.

[2] - Beaver. William H, "Market Efficiency", The Accounting Review, Jan, 1981, pp 24-25.

[3] - Levy, Haim and Marshall Sarnat, " Portfolio and Investments Selection: Theory and Practice", Prantice- Hall, Inc, 1984, p 60

[4] - Jensen. Micheal, "Some Annual Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics, June 1978, p 96

ويمكننا تعريف سوق الأوراق المالية الكفء " بتلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية".

وإن انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية سوف يكون بشكل كامل وسريع [١]، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، أو غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم[٢].

ويمكن القول أنه في ظل السوق المالية الكفء يكون السعر حصيلة تصرفات وسلوكيات المتعاملين بناءً على معلومات متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية[٣]، السعر الذي يجعل سعر الورقة في السوق مساوية لقيمتها العادلة أو قريباً جداً منها[٤].

كما يعكس سعر السهم في السوق توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية، غير إن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية. ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة ولا مبالغة فيها[٥].

كما أنه في ظل السوق الكفء لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه أقرانه المستثمرون، لأن العائد سيكفي بالتمام لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة، بلا زيادة أو نقصان، فالسعر يعكس دائماً كافة المعلومات المتاحة بسرعة فائقة، وكل سهم يباع بقيمته الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة للجميع في لحظة البيع، وهذا بسبب عدم وجود فاصل زمني (في هذه الأسواق) بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم[٦]، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، مما يترتب

---

[1] - Higgins, Robert C, Analysis for Financial Management, 6th Ed, McGraw-Hill, inc, USA, 2001.

[٢] - الهندي.منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية ، جمهورية مصر العربية، ١٩٩٥، ص ٤٨٩.

[3] - Gitman, Lawrence, Principles of Managerial Finance, 10th Ed, New Delhi, India, 1996, p 322.

[4] - Blake David, Financial Market Analysis, McGraw-Hill Book Company, London, 1990, p 243.

[5] -www.arab-api.org /course9/09 22/1/2006.

[٦] - التميمي.د. أرشد فؤاد – سلام.د أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ٢٠٠٤، ص ١٣٥.

عليه حدوث تغيير فوري في القيمة السوقية للسهم لتعكس قيمته الحقيقية دون أن يتاح لأي مستثمر ميزة السبق التي من شأنها إتاحة الفرصة له لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

ثانياً – أنواع كفاءة الأسواق المالية: يوجد نوعان من الكفاءة للأسواق المالية، وهما:

- **الكفاءة الكاملة**: تعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره[1].
- **الكفاءة الاقتصادية:** وتعني أن المعلومات تتأخر قليلاً عن الوصول إلى السوق، ويوجد تباطؤ زمني بين المعلومات الواصلة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، مما يفضي إلى إن الأخيرة قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت. ولكن بوجود تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) أو تكاليف أخرى فإن الفرق لن يكون كبيراً إلى الحد الذي يسمح بتحقيق أرباحاً طائلة خصوصاً في المدى الطويل، وتقتضي الكفاءة الاقتصادية توافر شرطاً واحداً وهو سعي الغالبية من المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثرواتهم.

[1] - عبد العزيز.د. أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٤٠.

ثالثاً – متطلبات سوق الأوراق المالية الكفء[1]: إن السوق الكفء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفأ للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، تلعب السوق الكفء دورين: إحداهما مباشر، والآخر غير مباشر .

- **الدور المباشر:** يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم منشأة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، أي أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.
- **الدور غير المباشر:** يُعَّد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادةً ما تكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما[2]:

- **كفاءة التسعير** (الكفاءة الخارجية): وهي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق -دون فاصل زمني ملموس- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة، بذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.
- **كفاءة التشغيل** (الكفاءة الداخلية): وتعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه. وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل.

[1] -الهندي. منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٦، ص ٤٨.

[2] - عبد العزيز. أمين، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٢٤٢.

رابعاً – الصيغ المختلفة لكفاءة السوق: تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات، وهي[1]:

- **فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:** التي ترى بأن المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، وبالتالي لن يتمكن مستخدمو التحليل الفني من تحقيق أرباح غير عادية، حيث أن عملية التنبؤ بالأسعار هي عديمة الجدوى من وجهة نظرهم، وبعبارة أخرى إن التغيرات المتتالية في سعر سهم معين مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار.
- **فرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق:** التي ترى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا أدرك (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات وأن الأسعار تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة ولو كان هناك فاصل زمني تستغرقه التحليلات تبدأ بعده التغيرات في الأسعار لحدثت فجوة زمنية استطاع فيها بعض المستثمرون من تحقيق أرباحاً طائلة مقارنة بالآخرين.
- **فرضية الصيغة القوية لكفاءة السوق:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار.

ومن خلال ما تقدَّم فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

[1] - Weston, J. Besley, Scotted and Brigham, Eugene, Essentials of managerial finance, 11th Ed, N.Y, USA, 1996, P 269.

خـامـساً – أسبـاب عـدم كفـاءة السـوق المـالـي :

- التأخر في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين.
- عدم كفاية المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة و تفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات لأسهمها، مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.
- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء لغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدوث مضاربات على الأسعار نتيجة للتقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة.
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في تداول الأسواق المالية بيعاً وشراءً، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية والتي تنجم عنها تعاملات صوريّة مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية و تحقيق أرباح غير حقيقية.

سـادسـاً – آليـات مـقتـرحـة لتـعـزيـز كفـاءة سـوق الأوراق المـاليـة: يمكن الاستفادة من العديد من الآليات التي ترفع من كفاءة السوق المقترحة، ومن هذه الآليات ما يلي[1]:

- **إعطاء الأولوية للسندات الحكومية المتنوعة:** تحوز السندات الحكومية المطروحة للتداول في سوق الأوراق المالية حديثة النشأة على أهمية كبيرة في تنشيط حركة التداول داخل السوق، حيث تشير التجارب بأن قبول جمهور المستثمرين والمتعاملين في الأوراق المالية للسندات الحكومية أكبر من قبولهم لسندات الشركات وأسهمها، لأن للسند الحكومي قيمة اسمية وعائد محدد في وقت محدد لا يمكن للخزينة أن تؤجِّل أو تمتنع عن سدادهما قانوناً وإلا تعرَّضت الحكومة إلى أزمة اقتصادية وسياسية حرجة. كما إن الثقة بالحكومة ومؤسساتها عادة أكبر من الثقة بالشركات المساهمة لأن الأولى لا تبغي من وراء طرح سنداتها منافع خاصة أو أرباح متوقعة، وإنما هدفها الأوحد هو زيادة منافع المواطنين، ومن الضروري أن تتصف السندات المطروحة للاكتتاب والتداول بالتنوّع

[1] - عبد الإله ناصر.د. مثنى، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ٢٠٠٥.

والملائمة لجميع فئات المستثمرين (خصوصاً لصغار المستثمرين)، وأن تربط خزانة الدولة عوائد سنداتها بمعدلات التضخم لتغطية انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة فيها.

- **إنشاء مركز للمعلومات والبحوث في السوق:** يقوم هذا المركز بتجميع البيانات والمعلومات الإحصائية والتاريخية المختلفة والمتعلقة بالشركات المساهمة وجلسات التداول، والقيام بدراسات متخصصة لخدمة الوسطاء والمستثمرين الواعين، ومن أولى مهام هذا المركز بناء مؤشر عام للسوق يأخذ بنظر الاعتبار النطاقات المختلفة والأمور التي يجب مراعاتها عند بناء المؤشر.
- **الاستفادة من التطوّرات التكنولوجية الحديثة:** مثل افتتاح وتطوير موقع الكتروني للسوق، وتطبيق النظام المحاسبي المالي الإلكتروني.
- **تنظيم شركات الوساطة:** من الضروري تحديد متطلبات كفاية رأس المال للفئات المختلفة من شركات الوساطة وتنمية وتعزيز الكفاءات الإدارية والمهنية لموظفيها، وهذا من شأنه يشجِّع المنافسة بين الشركات نحو تقديم أفضل الخدمات وإتباع أفضل الأساليب في العمل، إضافة إلى أهمية إصدار ميثاق للوسطاء والذي سوف يشمل أحكاماً لحماية مصالح المستثمرين وضمان الإدارة المناسبة للمخاطر.
- **وضع حدود لتغيّرات الأسعار:** إن وضع حدود دنيا وعليا لتغيّرات أسعار الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية يضمن استقرار الأسعار، فإذا ما افترضنا أنه في جلسة ما قد حدث خلل في التوازن بين طلبات البيع والشراء بسبب تداول معلومات جديدة أو إشاعات، فإن الأسعار ستتحرك في نطاق محدود ربما يعود التوازن في الجلسة التالية إذا ما أخذت المناقشات والتحليلات وقتها بين الجلستين. وبذلك تكون السوق في منأى عن الهزات العنيفة في الأسعار التي قد تؤدي إلى أزمات مالية بسبب إشاعات أو معلومات غير صحيحة، قد يرفض البعض وضع حدود لتغيّرات الأسعار بحجة إن وضع مثل هذه الحدود هو مخالف لمفهوم حرية الأسعار في الأسواق الكفء. ويمكن الرد على هذا الاعتراض بعدة نقاط، وكما يلي:
  - إن وجود حدود لتذبذبات الأسعار لا يلغي حقيقة أن الأسعار تتحدد على ضوء المعلومات المتاحة، ولكن تسهم في إبطاء سرعة تدهور الأسعار إن حدثت.
  - يشير تاريخ الأسواق المالية العالمية والعربية إلى أن فتح باب تغيّرات أسعار الأسهم على مصراعيها وبدون كابح قد يتسبب في كوارث مالية واجتماعية، كما حدث على سبيل المثال في ما سمي بأزمة الاثنين الأسود عام ١٩٨٧ (التي انطلقت شرارتها من الأسواق الآسيوية باستثناء اليابان ثم انتقلت بسرعة إلى أوروبا فالولايات المتحدة).

- **تحديد نسبة مقبولة من حجم المعاملات كرسوم وساطة:** بحيث لا تكون منخفضة للحد الذي يدفع الوسيط إلى التحايل وإثارة الشائعات وبث المعلومات المغرضة من أجل زيادة عمليات البيع والشراء، ولا مرتفعة للحد الذي يشكّل كلفة مرتفعة على المستثمرين مما يصدهم عن زيادة البيع أو الشراء.
- **ضرورة العمل على تسريع انجاز المعاملات:** إن لسرعة إنجاز معاملات نقل ملكية الأسهم من البائع الإفصاح الدوريلال الفترة ما بين الجلستين) أهمية بالغة، فكلما كانت العملية سريعة قلّت مخاطر المستثمرين وبالتالي زاد إقبالهم على السوق بيعاً وشراءً، لأن المشتري يستطيع أن يتصرَّف بملكيته الجديدة في الوقت الذي يقرره هو حتى وإن كان في الجلسة التالية، فلو اشترى مستثمر ما حزمة من أسهم شركة معينة ثم ارتفع سعرها في الجلسة الثانية وأراد بيعها قد يعيقه عدم اكتمال معاملة نقل الملكية وبذلك تضيع عليه فرصة الاستفادة من زيادة السعر.
- **الدور الرقابي لهيئة سوق الأوراق المالية:** تعد الرقابة أحد أهم الاختصاصات التي تمارسها هيئة سوق الأوراق المالية، وذلك بهدف تنظيم عملياتها وحماية المتعاملين فيها، وتوفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية، والارتقاء بكفاءة السوق، ويجب أن تتضمن عمليات الرقابة تلك، ما يلي:
  - **الرقابة على الشركات المدرجة في السوق:** للتأكد من التزامها بالقوانين واللوائح، وخاصة أحكام الإفصاح الدوري (الفصلي) المستمر والإفصاح الجوهري، وكذلك للوقوف على سير أعمالها ونتائج عملياتها، وفرض بعض العقوبات في حق الشركات غير الملتزمة مثل إيقاف التعامل بأسهمها، وفرض غرامات مالية عليها، ونشر تلك العقوبات في النشرات الشهرية للسوق.
  - **الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار:** وتتعدد أدوار الرقابة في هذا المجال، ومن أهمها الآتي:
    - التأكد من عدم تركُّز الملكية: حيث تتابع الهيئة عمل الوسطاء بالشكل الذي لا يتجاوز الضوابط التي تضعها فيما يخص بنسب تملُّك سهم أي شركة مساهمة مدرجة في السوق.
    - إعداد برنامج تدقيق محاسبي مبدئي لشركات وصناديق الاستثمار بما يتوافق مع متطلبات الترخيص، ومتابعة مدى قيام تلك الشركات بتوفير المتطلبات الضرورية والمنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية، على أن يتبع ذلك منح التراخيص للشركات التي قامت باستيفاء جميع المتطلبات.
    - إعداد برنامج إلكتروني لاستخراج نموذج كفاية رأس المال.

- **الرقابة على التداول:** للتحقق من سلامة عمليات التداول، والتعرّف على العمليات المخالفة لأحكام القوانين واللوائح المعمول بها، وإحالة المخالفين إلى لجنة التحقيق التابعة للسوق للبت فيها.

- **متابعة الشركات المتعثرة:** إن عملية تقييم الأوضاع المالية لشركات المساهمة العامة قد تُظهر إن بعضها معرَّض لخسائر متراكمة تؤدي إلى فقدانها لمعظم رأسمالها وانخفاض حقوق المساهمين فيها بنسب كبيرة، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر سلباً في سهولة عملية تسييل الأوراق المالية لهذه الشركات (أي عدم قدرة حاملي هذه الأوراق على تحويلها إلى نقد)، وبالتالي تلقي بظلالها على الثقة بالسوق والسيولة المتوفرة فيه عموماً، وتؤشر الهيئة لتلك الشركات بضرورة اتخاذ التدابير المناسبة لمعالجة المشاكل التي تعاني منها وترتيب أوضاعها، وتحث مجالس إداراتها على التعجيل في الدعوة إلى جمعية عامة غير عادية لاتخاذ التدابير المناسبة بشأنها.
- **العمل على حماية المستثمرين:** من الممارسات غير العادلة وغير السليمة، فالهيئة مطالبة بتوفير الحماية والأمان لكافة الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، وضمن هذا الإطار يُقترَح إنشاء صندوق ضمان التسويات وصندوق أمانات المستثمرين واعتماد نظام التسويات المصرفية، وكما يلي:
  - **صندوق ضمان التسويات المالية:** في ظل سياسة التطوير التي تنتهجها أسواق الأوراق المالية القائمة لإتباع المعايير العالمية للتعامل قامت تلك الأسواق بتأسيس صناديق ضمان للتسويات المالية للصفقات المنفذة فيها، للحد من مخاطر التسويات وحماية مسيرة السوق من المخاطر. ويهدف صندوق ضمان التسويات المالية عموماً (الذي تساهم فيه جميع الشركات العاملة في مجال الوساطة في سوق الأوراق المالية) إلى الآتي:
    - إتباع المعايير المطبَّقة في الأسواق العالمية، وذلك التزاماً بتوصيات مجموعة الثلاثين (G30).
    - الحد من مخاطر التسويات الناتجة عن عمليات التداول في السوق عن طريق ضمان تغطية التزامات الوسطاء تجاه بعضهم البعض.
    - تحقيق أكبر قدر ممكن من الاستقرار في السوق والابتعاد عن الهزات العنيفة.
    - إضفاء الثقة على السوق الأمر الذي يؤدي إلى توطين رؤوس الأموال المحلية وجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية إلى السوق.
    - زيادة تفعيل دور الوسطاء والمتداولين وحثهم على المزيد من الالتزام بسرعة تغطية مراكزهم المالية.

- تطوير الأسلوب المتبع لضمان تنفيذ الالتزامات المترتبة على التداول، الأمر الذي يحقق المزيد من المرونة والضمان.
- ضمان استمرار عملية التسوية المالية بين الوسطاء، حتى في حالة عجز أحدهم عن توفير المبالغ المستحقة عليه، إذ أن الصندوق يقوم بتحويل مبلغ العجز إلى مصرف التسوية بدلاً عن الوسيط، ثم يقوم بعدها بتحصيل مبلغ العجز من الوسيط، وهذا ما يضمن اكتمال عملية التسوية بشكل انسيابي.

- **صندوق أمانات المستثمرين:** يهدف هذا الصندوق إلى حفظ الأموال المستحقة للمستثمرين والتي لم يطالبوا بها (لفترة معينة يتم تحديدها) والعمل على إعادتها لأصحابها عند الطلب مباشرة بعد استيفاء الوثائق والمستندات والإجراءات اللازمة حسب اللوائح التي تضعها الهيئة، نظراً لأن وجود مثل هذه الأموال لدى الشركات أو مكاتب التصفية قد يعرِّضها للضياع بسبب احتمالات تعرُّض هذه المؤسسات للإفلاس أو التصفية أو غيرها من الأمور التي تؤدي إلى زوال هذه الكيانات.

- **تطوير الموارد البشرية:** يعد التدريب من الركائز الرئيسة لصقل مهارات العاملين وتطوير مستويات أدائهم، ومن هذا المنطلق من المفيد أن تحرص هيئة السوق على إكساب العاملين في قطاع سوق الأوراق المالية بالعلوم والمهارات الضرورية لتمكينهم من المساهمة الفاعلة في العمل، وأن يتم ذلك بإقامة برامج دورية للتدريب والتطوير في عدة مجالات منها التخطيط الإستراتيجي، وعمليات الأسواق المالية، والاتجاهات الإدارية الحديثة، وإجراءات التدقيق والمعايير المحاسبية الدولية، وتقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات، وأساليب الرقابة وإعداد الدراسات والبحوث، بالإضافة إلى برامج توعية المستثمرين كبرنامج (IOSCO) على سبيل المثال والذي نظمته المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق الأوراق المالية.

خلاصة القول: إن أسواق الأوراق المالية تُعَّد موجِّهاً أساسياً لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة، ومن الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة والمقدرة لتوجيه الاقتصاد الوجهة السليمة، وإلا فإن شرارة آثار سوق ضعيفة الأداء والكفاءة لن تنحصر على المتعاملين في أوراق تلك السوق وإنما قد تتسبب في أزمات اقتصادية واجتماعية وخيمة.

الفصل الثاني:

"صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية"

البحث الأول

"أسس صناعة القرار الاستثماري السليم"

- **مفهوم الاستثمار.**
- **أنواع القرارات الاستثمارية.**
- **المقومات الأساسية لقرارات الاستثمار:**
  - **إستراتيجية الاستثمار:**
    - إعداد إستراتيجية الاستثمار.
    - أنواع إستراتيجيات الاستثمار.
  - **الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ قرار الاستثمار.**
  - **العلاقة بين العائد والمخاطرة:**
    - **العائد:**
      - أنواع العائد.
      - قياس العائد.
    - **المخاطرة:**
      - أنواع المخاطرة.
      - مصادر المخاطرة.
      - قياس مخاطر الاستثمار.

أولاً – مفهوم الاستثمار: هو توظيف الأموال المتاحة في اقتناء أو تكوين أصول بقصد استغلالها لتحقيق أغراض المستثمر، وبذلك تقوم الاستثمارات على أربعة مقومات[1] :

- الموارد المتاحة: متمثلة في الأموال التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة كمدخرات المستثمر، أوما يمكن اقتراضه من السوق أو الأموال التي يحتجزها المستثمر في منشأته في شكل احتياطيات أو أرباح محتجزة أو مخصصات نقدية لاستهلاكات الأصول الثابتة أو غيرها.

- المستثمر: هو الشخص الطبيعي أو الاعتباري الذي يقبل قدراً من المخاطر لتوظيف موارده الخاصة، وذلك من أجل تحقيق أغراضه التي تكون في العادة الحصول على أكبر قدر ممكن من الأرباح المادية، وغيرها من العوائد أو المكاسب غير المادية.

- الأصول: هي تلك الاستثمارات التي يوظف فيها المستثمر أمواله متمثلة في شتى الأصول كالعقارات والمشروعات الاستثمارية في المجالات المختلفة كالزراعة والصناعة والتعدين والصيد البحري والخدمات الاستثمارية ومحافظ الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الاستثمارات التي تنعكس آثارها على الإنتاج.

- غرض المستثمر: هو النتائج التي يتوقعها المستثمر من إستثماراته، والتي تحمل قدراً من المخاطرة، وقد يكون هذا العائد مادياً أو منفعة عامة منظورة أو غير منظورة، أو غير ذلك من المكاسب المادية أو غير المادية التي يتوقعها المستثمر.

والإستثمار نوعان: الأول هو الإستثمار الإيجابي والآخر هو الإستثمار السلبي أي بمعنى آخر الادخار وهو تجميع المال في حساب توفير في أحد البنوك وإضافة المال إليه شهر بعد شهر لمدة طويلة، أو تحديد مبلغ من المال وجعله وديعة لدى البنك بنسبة فائدة معينة تحدد حسب فترة الحجز للمبلغ، والادخار لا يركز ولا يعطي أهمية كبيرة لحجم الأرباح المتوقعة ولا يوجد له تأثير مباشر وكبير على الإقتصاد ولكنه يركز على العناية بشكل جيد برأس المال المودع، أما الاستثمار الإيجابي فهو تخصيص مبلغ من المال، واستثماره في المجالات المختلفة التي قد تكون تجارية أو صناعية أو غيرها بشكل مشاريع مباشرة أو غير مباشرة من خلال الاستثمار في الأوراق المالية، ومنها الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار، ولهذا الإستثمار تأثير مباشر على الاقتصاد، حيث تعمل الشركة على جمع الأموال واستخدامها في مشاريع ذات عائد جيد للمستثمر والاقتصاد.

[1] - الحضيري.حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٩.

إن الاستثمار الذي يبنى على توظيف الثروة في أكثر من أصل مالي أو حقيقي ينتهي بنا إلى مفهوم المحفظة الاستثمارية التي ما هي إلا جملة من الأصول المقتناة لتحقيق أهداف المستثمر، هذه المحفظة تستدعي بعد بنائها جهداً مستمراً في تحديث مكوناتها أو إعادة التوازن بينها عبر بيع الأوراق المالية الداخلة في تركيبها واستخدام حصيلتها في شراء أوراق مالية جديدة أو عن طريق إستثمار المزيد من الأموال لزيادة الحجم الكلي للمحفظة أو الاكتفاء ببيع بعض مكوناتها لتقليل حجمها، ويبقى تعظيم العائد الوسطي لجملة الأصول في طليعة الأهداف التي تحكم كل هذه الجهود.[1]

ثانياً – أنواع القرارات الاستثمارية: إن قرارات الاستثمار هي القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها وتوقيت الاستثمار، وتتضمن عملية الاستثمار تحليلاً لطبيعة قرارات الاستثمار وتنظيماً للأنشطة التي تتضمنها عملية اتخاذ القرارات، ويعتمد قرار الاستثمار من حيث شكله وهدفه وتوقيته على البيانات والمعلومات الضرورية لاتخاذ الأشكال الثلاثة لقرار الاستثمار (الشراء، البيع، عدم التداول)، حيث يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية على أساس القاعدة التي تقارن القيمة السوقية مع القيمة الحقيقية للأوراق المالية، على الشكل التالي[2]:

- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلاً.
- قرار عدم التداول: عندما يكون السوق في حالة توازن حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة يفقد المستثمر أي حافز للبيع حيث تنتفي لديه المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل، كما يفقد الحافز للبيع حيث تنتفي لديه الآمال من تحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية.
- قرار البيع: عندما يرتفع السعر السوقي عن القيمة الحقيقية للأداة المالية يتولد لدى المستثمر الحافز للبيع خوفاً من مخاطر انخفاض السعر مستقبلاً.

[1] - باكير.محمد مجد الدين، المحافظ الاستثمارية: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨، ص ١٦.

[2] - مطر.محمد - فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥، ص ١٧.

ولكي يستطيع المستثمر الاستفادة من التغيرات السعرية يمكنه أن يتبع إحدى الطريقتين التاليتين:[1]

١. طريقة التوقيت: ويقصد بها دراسة السلوك المتوقع للسوق في المستقبل، والقيام بشراء السهم أو الاحتفاظ به عندما يتوقع أن يرتفع سعره في المستقبل، والقيام ببيع السهم عندما يتوقع أن ينخفض سعره في المستقبل.

٢. طريقة التسعير: ويقصد بها شراء السهم عندما تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية، والقيام ببيع السهم عندما تكون قيمته السوقية أكبر من قيمته الحقيقية.

ثالثاً – المقومات الأساسية لقرارات الاستثمار:

١. تبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار.
٢. الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.
٣. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

- **إستراتيجية الإستثمار**: والتي يقصد بها تحديد المجال العام للنشاط المقرر مع بيان التأثيرات المتداخلة لهذا النشاط مع مجاله العام وكل ذلك اعتماداً على أسس تسهم في تحصين العملية الاستثمارية في ظروف عدم التأكد وتضمن للمستثمر أفضل عائد ممكن.

- **إعداد إستراتيجية الاستثمار**:
  - عند إعداد إستراتيجية الاستثمار، يجري التركيز على الأمور التالية:[2]
    - تحديد مواصفات الاستثمار مثل: فئات الأصول، أوزان الفئات، مجالات التخصيص، وتعتمد هذه المواصفات بغرض الوصول إلى المزج الأمثل للمحفظة الاستثمارية.
    - تنويع النشاط الاستثماري بحيث لا ينفرد مجال واحد أو بديل واحد بكافة القدرات الاستثمارية المتوفرة وذلك لضمان استمرار التدفقات الصافية من خلال تعويض عوائد التدفقات الموجبة لخسائر التدفقات السالبة.
    - الإهتمام بكافة الأبعاد الزمنية للنشاطات الاستثمارية المعتمدة وخاصة بالنسبة لجداول الالتزامات المالية المترتبة على هذه النشاطات، وبذلك يمكن رفع معدلات التأكد في ظروف الاستثمارات المالية ومنع الانكشاف المالي وهو ما يزيد من درجة التصنيف الائتماني للمستثمر ويحمي سمعته من صدمات أو تقلبات مستقبلية.

[1] - Graham.Bengamin, the Intelligent Investor, Harper Business, Newyork, 2003, P 189.

[2] - معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص٥٢.

- التحصين الإداري والذي يتحقق من خلال الاهتمام بكافة التفاصيل الإدارية من الوظائف المختلفة والمبادئ الحديثة وخاصة للإدارات الإستراتيجية، وبذلك يمكن تجنب مخاطر الفشل الإداري عندما تتخذ قرارات غير مدروسة أو يجري التعامل مع القوانين والأنظمة والتعليمات السائدة بأساليب غير مقبولة بهدف تحقيق أرباح سريعة أو عالية نسبياً أو عندما توضع القرارات وتنفذ بطرق ارتجالية.
- اعتماد مصادر مؤسسية معتمدة للائتمان مع العمل على تنويع هذه المصادر.

- كما تتأثر إستراتيجية الاستثمار بعدد من العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار يمكن إيجازها بما يلي:[1]

- متطلبات السيولة: حيث تختلف متطلبات السيولة من مستثمر إلى آخر، ومع ذلك يجب على كل مستثمر أن يضمن توفر قدر من الأموال الجاهزة لمواجهة الأعباء المتوقعة أو الطارئة كالضرائب أو الإنفاق الشخصي دون إخراج خطة الاستثمار عن مسارها.
- المدى الزمني للاستثمار: هناك علاقة وثيقة بين المدى الزمني للاستثمار وتفضيلات السيولة والقدرة على إدارة عنصر المخاطرة، فالمستثمر الذي يتبع منهج الاستثمار طويل الأجل لا يسعى وراء السيولة العالية ويميل بالتالي إلى تحمل مخاطر مرتفعة في أصول المحفظة، في حين يميل المستثمر الذي يفضل الاستثمار في الأجل القصير الأصول عالية السيولة ذات المخاطر المتدنية، لأن التخلص من أثر الخسائر في حال تحققها أصعب في الأجل القصير.
- الإعتبارات الضريبية: تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخل في تكوين محفظته الاستثمارية، ومن المعلوم أن الأرباح والخسائر الرأسمالية تختلف عن معالجة الأرباح الإيرادية، إذ تفرض الضريبة على الدخل الإيرادي بلحظة تحققه، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل وإثبات الربح أو الخسارة.
- القيود الرقابية والإشرافية: إذ تشكل الضوابط الرقابية والقانونية والإشرافية التي تفرضها الحكومات قيوداً على الإستراتيجيات الاستثمارية للمستثمرين الأفراد والمؤسسين، هذه الضوابط قد تضطر المستثمرين إلى الابتعاد عن التعامل في الأدوات الاستثمارية التي تقف عائقاً في طريق تلبية متطلبات السيولة في محافظهم الاستثمارية، كما تحد الضوابط الحكومية من الخيارات المتاحة للقيمين على العهد الاستثمارية (وهي المحافظ الاستثمارية التي يديرها طرف ثالث نيابة عن المستثمر).

[1] - باكير.محمد مجد الدين ، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨، ص ١٩.

- متطلبات المستثمر الخاصة: لكل مستثمر أحواله وشؤونه وتفضيلاته الخاصة بناء على عوامل عديدة مثل عمره، رأسماله، حالته الاجتماعية، حالته الصحية، ....

- **أنواع إستراتيجيات الاستثمار:** تختلف إستراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الإستثمارية وتتمثل هذه الأخيرة بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاثة التالية: [1]
  - الربحية .
  - السيولة.
  - الأمان.

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

ينقسم المستثمرون وفقاً لذلك إلى ثلاثة أنماط:

- المستثمر المتحفظ: وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان أولوية على ما عداه وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الإستثمارية فيكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة وغالباً ما نجد هذا النمط في كبار السن وذوي الدخل المحدود.
- المستثمر المضارب: وهو الذي يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات إستثمارية خطرة طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن ممن يتصرفون بمحافظ إستثمارية كبيرة.
- المستثمر المتوازن: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظِم العائد وتدنِي درجة المخاطرة و يندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

[1] - مطر. محمد - تيم. فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥، ص ١٩.

على أية حال فقد نتج عن الجدال الخاص بدرجة كفاءة الأسواق نوعين من إستراتيجيات الاستثمار:[1]

أ. **إستراتيجية الشراء والاحتفاظ (الإستراتيجية السلبية):** تعتبر إستراتيجية الشراء والاحتفاظ إستراتيجية غير نشطة تعتمد على فكرة أنه على مدى فترات طويلة من الوقت سوف تتجاوز العوائد على الأسهم العادية العوائد المحققة عن إستثمارات أخرى مثل السندات وأوراق سوق النقد، وعلى حقيقة أن أسواق الأسهم تزداد قيمتها دائماً من الناحية التاريخية.

يتمثل الهدف من إستراتيجية الشراء والاحتفاظ في القيام بمثل ما يفعله السوق وليس هناك محاولة للتفوق على أداء ومعدلات السوق من خلال الإحتفاظ بمحفظة متنوعة بدرجة كبيرة وهو ما يقلل المخاطر غير المنتظمة، وذلك من خلال ربط الإستراتيجية بأحد المؤشرات واختيار نفس الأسهم في هذا المؤشر.

تتجنب إستراتيجية الشراء والاحتفاظ الحاجة إلى تحديد أنسب أوقات الأسواق أو قراءة جداول الأسهم المالية في الصحف على أساس يومي، فعلى المدى الطويل لاتكون هناك حاجة إلى تحديد حالة الأسواق المؤقتة لأن المستثمر يظل مستثمراً أمواله بالكامل في الأسهم.

وتتمثل الميزة الثانية لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ في أن تكاليف العمليات تقل، وبالمثل تجنب تكلفة الحصول على المعلومات، إلا إن هذا لا يعني نسيان كل شيء عن الأسهم المشتراة، حيث يجب على المستثمرين مراجعة أداء أسهمهم من وقت لآخر فيما يتعلق بالنمو في المبيعات والأرباح والتخلص من تلك الأسهم التي لا تحقق نمواً وأرباحاً في المستقبل.

ب. إستراتيجية الإستثمار النشطة: وتعني هذه الإستراتيجية الاستثمار بالكامل في الأسهم عندما يكون السوق في حالة ارتفاع والخروج من السوق عندما يكون السوق في حالة هبوط، وبذلك فإن المستثمر بحاجة إلى تحديد نوع الأسهم التي يستثمر بها، بالإضافة إلى تحديد وقت البيع والشراء.

يقدم التحليل الأساسي نظرة متفحصة إلى تكوين الشركة والصناعة، الأمر الذي يكون مفيداً في اختيار الأسهم في الأجل الطويل، ويستخدم التحليل الفني المعلومات الخاصة بالسعر وحجم التعاملات في الماضي، وكذلك الرسوم البيانية لتحديد أفضل وقت لشراء وبيع الأسهم.

تشير الأسواق غير الرائجة أو الأسواق ضعيفة الرواج إلى أن المستثمرين يمكنهم تحقيق عوائد تتجاوز العوائد التي تحققها الأسواق من خلال إتباع إستراتيجيات استثمار نشطة، ويتمثل الجانب السيء في تحديد وقت السوق في أنك إذا أخطأت في تحديد البيع أو الشراء المناسب فإنك ستخسر الكثير.

إن نظرية السوق الرائجة تجعل من التحليل الفني مضيعة للوقت، لأنه وفقاً لهذه النظرية تعكس أسعار الأسهم في الماضي كل المعلومات المتاحة، وبالتالي فإن تحركات أسعار الأسهم في الماضي ليس لها علاقة

[1] - فيربر.اسماي، كل شيء عن البورصة، مكتبة جرير، السعودية، ٢٠٠٧، ص ٢٦٥.

بالأسعار المستقبلية، ويطلق على هذا النوع من السوق الرائجة اسم الشكل الضعيف، في حين يؤكد الشكل شبه القوي لنظرية السوق الرائجة أنه لا يوجد أسهم مقيمة بأقل من قيمتها أو أسهم مقيمة بأعلى من قيمتها لأن كل المعلومات المتاحة للعامة قد انعكست في سعر السهم بالفعل، وبذلك لا فائدة تذكر من التحليل الأساسي، بينما الشكل القوي من نظرية السوق الرائجة يفيد بأن الأسواق كفء ومثالية، وأنها قد استوعبت كل المعلومات المتعلقة بقيمة الأسهم.

أمثلة على الإستراتيجيات المتبعة لشراء الأسهم:

أ. **إستراتيجيات السمات المتعددة:** يقصد بإستراتيجية الاستثمار المتعددة ضرورة توافر سمات معينة في المنشأة التي ينبغي أن يوجه المستثمر جانباً من مخصصات محفظة أوراقه المالية لشراء جزء من أسهمها، وفي هذا الصدد وضع بنجامين غراهام الذي يعتبر الأب الروحي لتحليل الأوراق المالية، عدداً من السمات بناءً على خبرة طويلة وواسعة في تحليل الأوراق المالية، وتتمثل هذه السمات في[1]:

- أن تكون ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل.
- أن يكون مضاعف الربحية أقل من ٤٠ % من أعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.
- أن يكون معدل عائد التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل (ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى وأقل سعر يباع به السهم).
- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها الأسهم مساوية لثلثي نصيب السهم على الأقل من الأصول الملموسة المملوكة للمنشأة (يقصد بنصيب السهم من الأصول الملموسة ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد من الأسهم العادية المصدرة).
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.
- ألا تقل نسبة التداول عن ٢.
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة.
- أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن ٧ %.

---

[1] - Look at:

- - Graham,B. The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel, NewYork, Harder of Row, 1973.
- - Graham,B. Dodd,D, and Cottle, S. Security Analysis, Principles and Technique, (4Th ed), NewYork, 1962.

- أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار، ويقصد بالاستقرار ألا تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل ٥ % أو أكثر.

وعلى غرار بنجامين غراهام قدم رنقانيم دراسة كشفت عن أربع سمات لو توافرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية، لحقق عائداً على الاستثمار يفوق متوسط عائد السوق، وتتمثل هذه السمات في:[1]

- تزايد مضطرد في الربحية ربع السنوية.
- أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من ٢٠ مليون سهم.
- أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية أقل من الواحد الصحيح.
- أن تكون القوة النسبية للسهم والربع سنة الحالي أعلى مما كانت عليه في الربع سنة الماضي، كما ينبغي أن تكون القوة النسبية للسهم ٧٠ على الأقل (تقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثني عشر شهراً الماضية).

وتجدر الإشارة إلى أن الإستراتيجيات التي اقترحها كلاً من جراهام ورنقانيم تقوم على فرض أساسي هو أن السوق غير كفء، إضافة إلى أن نتائجها تنطبق على الولايات المتحدة الأمريكية فقط.

ب. إستراتيجيات السمة الواحدة: إلى جانب إستراتيجيات السمات المتعددة، هناك إستراتيجيات أخرى تعتمد على سمة واحدة منها:

- إستراتيجية مضاعف الربحية**:** وهي قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي.[2]
- إستراتيجية السهم المشتق: وهي شراء الأسهم التي سوف يتم تقسيمها أي تشتق أو يعلن عن تقسيمها في المستقبل القريب، فاشتقاق السهم يعني انخفاض قيمته السوقية مما يزيد من عدد المستثمرين القادرين على شرائه الأمر الذي يجعل مخاطر تسويقه أي صعوبة بيعه عند حدها الأدنى، كذلك فإن الاشتقاق عادة ما يسفر عن زيادة في القيمة السوقية المعدلة للسهم (عدد الأسهم المشتقة مضروباً في القيمة السوقية للسهم بعد الاشتقاق)، إلا أن الاستفادة من الاشتقاق ترتبط بقدرة المستثمر على التنبؤ بإمكانية حدوثه وشراء السهم قبل الإعلان عن حدوثه وليس بعده.[3]

---

[1] - Reinganum. The Anatomy of Stock Market Winner, Financial Analysis Journal 44 (Mar-April 1988).

[2] - Jaffe, J. Keim, D. and Westerfield, R. Earning Yields, Market Values, and Stock Yields, Journal of Finance, 44 (1988).

[3] -الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، ص ٤٥٠.

- إستراتيجية الإصدارات الجديدة: تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة، وذلك على اعتبار أن تسعير الأسهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية، حيث يعتبر تسعير الأسهم التي تطرح للتداول لأول مرة بأقل من قيمتها نوع من الوقاية ضد المسؤولية القانونية التي تتعرض لها المنشأة القائمة على شؤون الإصدار فيما لو تم تسعيره عند قيمة أعلى مما ينبغي،[١] إلا أن مزايا الاستثمار في هذه الأسهم مشروط بقيام المستثمر بشراء الأسهم فوراً بالسعر الذي تطرح به ولا ينتظر شراءه من السوق بعد الطرح إذ سيكون ذلك بسعر أعلى وربما بسعر مغال فيه.
- إستراتيجية أسهم الشركات الصغيرة: تقضي هذه الإستراتيجية بأن الاستثمار في أسهم المنشآت الصغيرة عادة ما يتولد عنه عائد يفوق عائد السوق،[٢] حتى بعد أخذ المخاطر في الحسبان، إلا أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر وتكلفة معاملاتها عادة ما تكون مرتفعة[٣].
- إستراتيجية شراء الأسهم ذات العائد المرتفع: والتي تقضي بشراء أسهم الشركات التي تمتلك أعلى معدلات العائد فقط والتي يصل سعر الأسهم بها إلى معدل مرتفع عن المعدل الخاص بها في السنة الماضية.
- إستراتيجية الانقلاب البسيط: حيث تقر هذه الإستراتيجية بضرورة الشراء في غضون فترة الأربع أسابيع التي يصل فيها سعر السهم إلى معدل أعلى من معدلات الأسعار الخاصة به في الأسابيع الأربع السابقة في الوقت الذي يتم بيعه عندما تنخفض الأسعار عن معدل الأسعار في أثناء الأسابيع الأربع الماضية.
- إستراتيجية المخالفة: وتقضي بمخالفة ما يتفق عليه الجميع من حيث الإجراءات المتبعة، ولكن من سوء الحظ يندر أن يجتمع المحللون على الاتفاق بشأن أمر من الأمور[٤].

---

[١] - Ibboston,R. Price Performance of Common Stock New Issues, Journal of Financial Economics, 2(Sept 1975).

[٢] - French,D. Security and Portfolio Analysis: Concepts and Management Oh: Merrily Pub, 1989.

[٣] - Stoll, D. and Whaley, R. Transaction Costs and the Small Firm Effect. Journal of Financial Economics, 12(1983).

[٤] - وايت.جون، الاستثمار في الأسهم والسندات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٦، ص ١٢٧.

. **الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الإستثماري:** يفترض في متخذ القرار الاستثماري الرشيد مراعاة أمرين :

أ. لا بد أن يهتم المستثمر بالأسس الآتية عند اتخاذه للقرار الاستثماري:

- تحديد الأهداف الاستثمارية: حيث يتعين على المستثمر أن يحدد أهدافه الإستثمارية بدقة وفاعلية.
- المواءمة بين الأرباح والمخاطر: من خلال التحليل المالي لأوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية وتكوين محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع لتقليل المخاطر وتعظيم المكاسب.
- الاستفادة من جميع المعلومات والبيانات المتوفرة عن الأوراق المالية التي تساعد في تقييم أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية سواء من خلال القوائم المالية (الميزانيات - حسابات الأرباح والخسائر - قوائم التدفقات النقدية والإيضاحات التي ترد في التقارير الدورية الصادرة عن هذه الجهات) أو من خلال البيانات الصحفية والمعلومات التي يجب أن تفصح عنها هذه الجهات بموجب التشريعات المعمول بها.
- دراسة السيرة التاريخية للجهات المصدرة للأوراق المالية: واستشراف التوقعات المستقبلية لها ودراسة توقعات اتجاهات أسعارها في المستقبل.
- المتابعة المستمرة لأوضاع السوق والأوضاع الاقتصادية ودراسة المتغيرات الإقتصادية والمالية والنقدية على المستوى الوطني بشكل عام.
- دراسة أثر التغيرات الاقتصادية والسياسية الإقليمية والدولية على الاقتصاد الوطني بشكل عام وعلى الجهات المصدرة للأوراق المالية بشكل خاص.
- الاستعانة بالجهات المتخصصة التي تقوم بإعطاء الاستشارات المالية على أن تتوفر لدى هذه الجهات الإمكانات الفنية والخبرات والكفاءات المؤهلة اللازمة للقيام بمثل هذا العمل.
- دراسة قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على إستيعاب التطورات التكنولوجية وتطوير الإنتاج ودراسة أسواق منتجاتها وقدرتها التنافسية الحالية والمستقبلية.
- اختيار الوسيط الذي يقدم خدمات أفضل للعملاء لخلق التنافس بين الوسطاء وتحسين خدماتهم.
- بالنسبة لصغار المستثمرين وممن لا تتوفر لديهم الخبرات الكافية للتعامل بالأوراق المالية فإن بإمكانهم الاستثمار من خلال الصناديق الإستثمارية والمؤسسات التي تدير المحافظ الاستثمارية حيث أن هذه الصناديق والمؤسسات توفر الكفاءات القادرة على إدارة المحافظ الإستثمارية وكذلك توفر فرصة تنويع الاستثمارات وبالتالي تنويع المخاطر.

□□□

ب. كما يجدر بمتخذ القرار الإستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره، ومن أهم هذه المبادئ ما يلي[1]:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: حيث أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الإستثمارية المنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، وعلى المستثمر اختيار ما يناسبه منها ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار.
- مبدأ الخبرة والتأهيل: يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، لذا يفترض من المستثمر الساذج أن يستعين بأصحاب الخبرة لاتخاذ قراره مهما كلفته الأتعاب لأن هذه الأتعاب مهما ارتفعت ستبقى منخفضة مقابل الفائدة المحققة له في ترشيد القرار الاستثماري.
- مبدأ الملائمة: على المستثمر اختيار المجال الإستثماري المناسب ثم الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الإستثمار المتعددة المتاحة له، ويسترشد المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحنى سوائه أو منحنى تفضيله الخاص والذي يتحدد عادة في ضوء مجموعة من العوامل منها: (عمره، وظيفته، مستوى دخله، حالته الاجتماعية، حالته الصحية.. ..الخ).
- مبدأ الموضوعية: يشترط هذا المبدأ أن تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ذات موضوعية تجنباً لتحيز القياس، أي أنه لو استخدم عدة مستثمرين مؤشر مالي واحد، لتوصلوا إلى نتيجة واحدة أو متقاربة على الأقل[2].
- مبدأ توزيع الأخطار: يسعى المستثمر إلى تخفيض مخاطر الاستثمار، من خلال توزيع موارده بين أنواع مختارة من الاستثمارات سواء على أساس المجال أو أدوات الاستثمار[3].

[1] - مطر.محمد، تيم. فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥، ص ٢٢.

[2] - مطر.محمد، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، ١٩٩٠.

[3] - مطر.محمد، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، ١٩٩٠.

- **العائد والمخاطرة والعلاقة بينهما:** إن كل قرار إستثماري لا بد أن يتضمن مقارنة بين العائد المتوقع والخطر المتوقع، حيث توجد علاقة طردية قوية بين درجة المخاطرة ومعدل العائد حيث كلما زادت درجة المخاطرة اقتضى ضرورة تحقق معدل عائد مرتفع حتى يتحقق إستثمار الأموال واستخدامها، وكلما انخفضت درجة المخاطرة كلما أصبح ممكناً تقبل عائد أقل مقابل إستثمار الأموال واستخدامها.

إن هذه العلاقة بين العائد والمخاطرة توجب على المستثمر ألا يركن إلى صياغة أهدافه في صورة العائد الذي ينشده من الاستثمار فقط، لأن حصر الاهتمام بمعدل العائد يفضي بالمستثمر إلى ممارسات خاطئة مبنية على الدخول في الاستثمارات والخروج منها بصورة عشوائية حافزها الوحيد الشراء بأسعار متدنية والبيع بأسعار مرتفعة، فقد يحدد المستثمر هدفه الاستثماري في مضاعفة حجم إستثماراته في مدة خمس سنوات، إلا أن عليه قبل أن يتبنى هذا الهدف الإلمام التام بالمخاطر المترتبة على ذلك، ومنها احتمال الخسارة.

وبالتالي ينبغي في البداية إجراء تحليل دقيق لميل المستثمر إلى تحمل المخاطر قبل الشروع في صياغة الهدف الخاص بالعائد، هذا الميل لا يتحدد فقط بالعامل النفسي وإنما هناك عوامل أخرى تؤثر فيه كالتغطية التأمينية التي يخضع لها المستثمر واحتياطياته النقدية المتوفرة، كما أن هناك عوامل شخصية واجتماعية تؤدي دوراً واضحاً في درجة تحمل المستثمر للمخاطر كعامل السن والوضع العائلي ومستوى الدخل والحالة الاجتماعية و..

من ناحية أخرى لا يتحدد هدف الاستثمار فقط في العائد النسبي أو المطلق لكنه يتحدد أيضاً في ضوء عدد من الأهداف العامة أهمها وقاية رأس المال وتوليد الدخل وزيادة رأس المال والعائد الإجمالي، فالمستثمر يسعى إلى الحد من مخاطر اضمحلال رأس المال وخاصة بلغة الأرقام الحقيقية، أي الحفاظ على القوة الشرائية لاستثماراته. وهذا يعني أن العائد يجب ألا يكون دون معدل التضخم، كما يسعى المستثمر إلى زيادة حجم محفظة الاستثمار اعتماداً على الموارد المتاحة في المحفظة نفسها، وذلك تلبية لحاجة مستقبلية[1].

أ. **العائد:** هو مقدار الفرق بين الثروة فى بداية المدة وبين الثروة في نهاية المدة. ويقاس العائد عادة كرقم مطلق أو كنسبة مئوية (معدل العائد على الاستثمار: هو مقدار الزيادة فى المبلغ المستثمر سنوياً منسوباً إلى أصل المبلغ المستثمر)، ويتميز الإستثمار في الأوراق المالية بتحقيق نوعين من العوائد[2]:

- العائد الجاري: وهو العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة الاستثمار من تدفقات نقدية أو عينية ناتجة عن توزيعات أرباح للأسهم التي يمتلكها.

[1] - باكير.محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للعلوم والنشر، حلب، ٢٠٠٨، ص ١٨.

[2] - شمس الدين.أشرف، دراسة عن أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٥.

- العائد الرأسمالي: هو العائد الذي يتحقق نتيجة للتغير في القيمة السوقية للورقة المالية خلال فترة احتفاظ المستثمر بهذه الورقة، وقد يكون هذا التغير ايجابياً ويسمى بالأرباح الرأسمالية، وقد يكون سالباً فتتحقق خسائر رأسمالية.

وإن العائد هو الهدف الرئيسي من الاستثمار ولكن يجب التمييز بين العائد المتوقع والعائد الفعلي، حيث يشير المفهوم الأول إلى العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل في حين يشير الثاني إلى العائد الذي حققه المستثمر بالفعل، وفي حين يهدف المستثمر إلى تحقيق العائد المتوقع إلا أنه في النهاية يحصل على العائد الفعلي الذي قد يكون أعلى أو أقل مما كان متوقعاً وهو ما يشير إلى درجة الخطر المرتبطة بالإستثمار أي تقلب العوائد المحتملة والناتجة عن عملية الاستثمار، **ويتم قياس العائد بالمعادلة التالية:**

العائد على الاستثمار= (قيمة الأصل في نهاية المدة – قيمة الأصل في بداية المدة + التوزيعات النقدية طيلة فترة الاستثمار) / قيمة الأصل في بداية المدة.

ب. **المخاطرة:** هي احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الانحراف المعياري للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع[1].

عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطرة مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار إستثماري حيث يهدف المستثمر إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة مخاطرة ممكنة.

إن المستثمر يتعامل مع الخطر من خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة لاختيار المستوى المقبول من وجهة نظره حيث يتجه بعض المستثمرين نحو تحمل مستويات مرتفعة من الخطر على أمل تحقيق مستوى مرتفع من العائد في حين ليرغب مستثمرون آخرون في تحمل مخاطر مرتفعة ولا يتوقعون الحصول على عائد كبير، وبذلك فإن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يختص بمستوى الخطر المقبول.

[1] - مطر.محمد، تيم. فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥، ص ٣٢.

- **مصادر مخاطر الاستثمار:** تقسم إلى نوعين هما[1]:

  - المخاطر المنتظمة: وهي المرتبطة بالسوق ككل والمتعلقة بتقلبات أسعار الأوراق المالية بصفة عامة وتقلبات أسعار الفائدة وانخفاض القوة الشرائية نتيجة التضخم والسياسات المالية والنقدية والخسائر الناشئة عن التغير في قيمة أسعار صرف العملات، وتحدث تلك المخاطر المنتظمة عادة عند وقوع حادث كبير يؤثر على السوق كلها، ولا توجد وسيلة للحماية من المخاطر الناجمة من تلك الأحداث إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدماً احتمال تأثر الأوراق المالية بتلك المخاطر، ويمكن استخدام مقياس بيتا لقياس تلك المخاطر الشاملة.
  - المخاطر غير المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر لورقة مالية والذي تسببه عناصر خاصة مرتبطة بمنشأة معينة حيث تعكس طبيعة عمل وطرق تمويل هذه المنشأة، وبالتالي يمكن التخفيض من حدته من خلال التنويع، لأن أي تأثيرات سلبية على شركة ما قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطر غير المنتظمة إضراب العمال وسوء إدارة الشركة والمستوى العالي من الديون.

- **أنواع المخاطر:** هناك العديد من المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية المستثمر فيها منها ما يلي[2]:

  - مخاطر بيئة العمل: وهي المخاطر الناجمة عن طبيعة الصناعة، حيث تختص كل صناعة بجملة من المخاطر تؤثر فيها أكثر من غيرها، فالشركات العاملة في مجال صناعة الأدوية مثلاً تتأثر بشكل أكبر بالعوامل المؤثرة على هذه الصناعة، مثل تغير أسعار المواد الخام اللازمة لصناعة الأدوية أو التقلبات الدورية لأسعار الأدوية المعرفة في هذا القطاع..
  - مخاطر اقتصادية: وهي المخاطر الناجمة عن تغيرات في عوامل إقتصادية كلية مثل معدلات البطالة والتضخم، ومعدلات الإنفاق الحكومي والعجز في الميزانية وغيرها، وهذه الجملة من المخاطر يكون أثرها في الغالب على كل القطاعات إلا أنها تتفاوت في حجم الأثر بحسب ارتباط نوعية الصناعة بأي من تلك العوامل الاقتصادية الإجمالية،

---

[1]- لطفي.أمين السيد أحمد، التحليل المالي للتقارير والقوائم المحاسبية لأغراض تقييم أداء الشركات وخططها المستقبلية والاستثمار في الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٨، ص ١٩.

[2] -http://www.ksau.info/vb/attachment.php

فتغير مستويات الإنفاق الحكومي يؤثر على جميع القطاعات الاقتصادية في الوطن إلا أن الشركات أو المؤسسات التي تعمل في الإنشاءات والبنية الأساسية أو تلك التي تعتمد على الأعمال الحكومية سيكون الأثر عليها أكبر من غيرها، وكذلك حين يعاني الاقتصاد من حالات تضخم فستطال آثاره جميع القطاعات الاقتصادية مسبباً ذلك تدنياً في الأداء الإجمالي لتلك القطاعات.

- مخاطر أسعار الفائدة: وهي المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار الفائدة في النظام المالي للاقتصاد، وهذه المخاطر يتأثر بها القطاع المالي والشركات العاملة فيه بشكل أكبر خصوصاً البنوك، فانخفاض معدلات الفائدة تعني إمكانية الاقتراض بشكل أيسر وأقل كلفة مما يرفع من عوائد هذه المؤسسات المالية، كما ترتبط أسعار الأسهم بأسعار الفوائد السائدة حيث تميل أسعار الأسهم إلى الانخفاض عند ارتفاع الفوائد وبالعكس.
- مخاطر أسعار الصرف: وهي المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار الصرف في العملات، وعادة ما تتأثر الشركات التي تعمل في مجالات الاستيراد والتصدير أكثر من غيرها بمثل هذا النوع من المخاطر، فالشركات التي تعتمد في شراء مواردها الخام على عملات أجنبية تكون معرضة أكثر لهذه المخاطر، وكذلك الشركات التي تعتمد على التصدير في بيع منتجاتها في الخارج هي أيضاً أكثر عرضة لمخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.
- مخاطر السيولة: وهي المخاطر الناجمة عن إمكانية تحويل الاستثمار إلى نقد أو تسييله، فكلما زادت إمكانية تسييله قلت مخاطره وقل العائد منه، فالشركات المعروفة بأدائها المتميز مثلاً تكون أسهمها مرغوبة لدى الجميع ولا يجد المستثمر صعوبة في بيعها في أي وقت ولذلك فدرجة سيولتها عالية وبالتالي تكون مخاطرها منخفضة ويكون عائدها أقل من غيرها، والعكس صحيح عندما يجد المستثمرون صعوبة في تسييل إستثماراتهم فتزداد بذلك مخاطرهم وقد يترتب على ذلك عوائد أعلى لهم.
- مخاطر ذاتية للمنشأة: وهي المخاطر الناجمة عن أي عامل يؤثر على المنشأة بذاتها مثل شراء مصنع أو انكماش في سوق منتجاتها أو تغيير في أدائها، وما إلى ذلك من العوامل التي تخص الشركة أو المنشأة فقط، فقرار زيادة رأس مال الشركة مثلاً هو أمر داخلي لا يخص إلا الشركة ذاتها وينحصر أثره على المنشأة ولا يتعدى إلى غيرها.

- **قياس مخاطر الاستثمار[1]:**

  - **تحليل الحساسية:** يتم قياس المخاطر المرتبطة بأي أصل من خلال مدخل تحليل الحساسية و يعتمد هذا المدخل على تقدير قيم مختلفة للدخل الشهري الذي يمكن أن يحققه أي أصل ، أحد الطرق المستخدمة في ذلك هو تحديد ثلاثة تقديرات للعائد الخاص بأي أصل:
    - التقدير المتشائم للعائد.
    - التقدير الأكثر احتمالا للعائد.
    - التحليل المتفائل للعائد.

    و يمكن قياس المخاطر الخاصة بالأصل من خلال المدى و يمكن الحصول عليه عن طريق طرح التقدير المتشائم للعائد من التقدير المتفائل، وكلما زاد المدى الخاص بأي أصل كلما أدى ذلك إلى زيادة درجة تغير العائد و بالتالي درجة المخاطرة المرتبطة بهذا الأصل.
  - **الاحتمالات:** يمكن استخدام الاحتمالات لتحديد درجة المخاطرة بدقة أكبر، ويشير ذلك إلى احتمال حدوث عائد معين، فإذا كان احتمال حدوث عائد معين يساوي ٨٠% معنى ذلك أن العائد يتوقع أن يحدث بنسبة ٨٠% و إذا كان احتمال حدوثه ١٠٠% فإن هناك تأكد تام و إذا كان احتمال حدوثه صفر فإنه لن يتحقق أبداً.
  - **التوزيع الاحتمالي:** ويشير التوزيع الاحتمالي إلى النموذج الذي يربط الاحتمالات بالعائد المتوقع لكل احتمال.
  - **الانحراف المعياري**: يعتبر الانحراف المعياري من أهم المقاييس الإحصائية لقياس درجة المخاطرة المرتبطة بأي أصل من الأصول و يتم استخدام هذه المقاييس لقياس درجة المخاطرة من خلال قياس درجة التشتت أو البعد عن القيمة المتوقعة للعائد[2] .

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} p_i (r_i - \bar{r})^2}$$

[1] -www.kaau.org/attachment.php?attachmentid

[2] - هلال. رياض، دراسة عن الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.

حيث:

σ :الانحراف المعياري

r_i :العائد المحتمل i

$\bar{r}$:القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

p_i :احتمال العائد i

يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين أو سهمين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للأسهم يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد.

- **معامل الاختلاف:** ويحسب بقسمة الانحراف المعياري على متوسط العائد، وكلما زادت قيمة معامل التغير لأصل إستثماري مقارنة بآخر دل ذلك على أن الاستثمار أكثر خطورة مقارنة بعوائده، ولذلك يجب اختيار معامل التغير الأقل[1].

معامل الاختلاف = الانحراف المعياري / متوسط العائد.

[1] - ربابعة.عبد الرؤوف، حطاب.سامي، دراسة عن التحليل المالي وتقييم الأسهم، هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٦.

- **معامل بيتا - مقياس المخاطرة المنتظمة:** هو عبارة عن مقياس إحصائي يقيس مخاطرة السهم بالنسبة لمخاطرة السوق، ويتم احتساب معامل بيتا من خلال المعلومات التاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق ويفضل أن يتم احتسابها بناء على فترة ستين شهراً، وتحسب من خلال المعادلة التالية:

$$Beta_i = b_i = \frac{Covariance(r_i, r_m)}{Variance_m}$$
$$= \frac{\rho_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث :

$Covariance(r_i, r_m)$	التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل العائد على محفظة السوق (m)
$Variance_m$ أو σ_m^2	التباين في العوائد على محفظة السوق
ρ_{im}	معامل الارتباط بين السهم i ومحفظة السوق (m)
σ_i	الانحراف المعياري للسهم i
σ_m	الانحراف المعياري لمحفظة السوق (m)

تفسير: b_i : يفسر معامل بيتا للسهم i أو لمحفظة بالنسبة لمعامل بيتا لمحفظة السوق والذي يساوي. 1

$b_i > 1.0$	مخاطرة السهم i أكبر من مخاطرة السوق
$b_i = 1.0$	مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق
$b_i < 1.0$	مخاطرة السهم i أقل من مخاطرة السوق
$b_i = 0$	السهم i غير مرتبط بمخاطرة السوق
$b_i = -1.0$	مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق ولكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية[1]**:** يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عن العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة .

$$r_i = r_f + b_i (r_m - r_f)$$

حيث:

r_i	:معدل العائد المطلوب على السهم i
r_f	:معدل العائد الخالي من المخاطرة
b_i	:معامل بيتا للسهم i
r_m	:معدل العائد على محفظة السوق
$b_i (r_m - r_f)$	:علاوة المخاطرة، أي معدل العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة
$(r_m - r_f)$	:علاوة مخاطرة السوق

- **خط سوق الأوراق المالية**[2]**:** يمثل خط سوق الأوراق المالية العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا، فعند مستوى معين من المخاطرة المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب المقابل. إن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطرة السوق $(r_m - r_f)$ وهو ثابت .

[1]- هال.رياض، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.

[2]- هال.رياض، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.

البحث الثاني

محافظ الأوراق المالية

١. **مفهوم محفظة الأوراق المالية.**

٢. **أنواع المحافظ الاستثمارية.**

٣. **بناء المحفظة الاستثمارية:**

- المقومات الأساسية للمحفظة الشاملة والمتوازنة.
- محددات وضوابط بناء المحفظة الاستثمارية.
- طرق تكوين وتشكيل المحفظة الاستثمارية.

٤. **إدارة المحفظة الاستثمارية:**

- مهام إدارة المحفظة.
- أنماط السياسة المتبعة في إدارة المحفظة.

٥. **نظرية محفظة الأوراق المالية.**

- عائد ومخاطرة المحفظة.
- المبادئ الأساسية لنظرية المحفظة.
- الفروض الأساسية لنظرية المحفظة.

٦. **تقييم أداء المحفظة الاستثمارية.**

- مؤشر شارب.
- مؤشر ترينور.
- مقياس جنسن.

أولاً- مفهوم محفظة الأوراق المالية: هي عبارة عن توليفة من الأصول الاستثمارية ذات القيمة التي تضم أدوات مالية: مثل الأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات ....، وأدوات حقيقية: كالعقارات والسلع الثمينة كالذهب والفضة والمعادن النفيسة الأخرى... وكل ما يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح (إلا أن مفهوم المحفظة الاستثمارية مؤخراً أصبح منحصراً بالأصول المالية)، وتقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء إستراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ استثماري موائم تتوافر فيه الفرص المربحة[١].

ويترتب على العناصر المكونة للمحفظة أن تتكامل وظائفها ومكوناتها وأن تعمل كوحدة متكاملة ومتناغمة (محفظة استثمارية متنوعة الأصول) لتحقق أعلى عائد ممكن بأقل المخاطر المتوقعة، **وبناءً على ذلك تتمثل أهداف محفظة الأوراق المالية بما يلي[٢]:**

- تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل المخاطر المتوقعة وذلك من خلال التنويع الكفء لمحتويات المحفظة.
- تحقيق السيولة: حيث يمكن بيع الأسهم والسندات بسرعة عند الحاجة للسيولة.
- تخفيض المخاطر: عن طريق اختيار أفضل مجموعة من الأوراق المالية التي تعطي أقل مخاطر متوقعة.
- الضمان: الاحتفاظ برأس المال المستثمر دون إنقاص.
- استمرار التدفقات النقدية: من الدخل الناتج عن تدوير محفظة الاستثمار.

ثانياً – أنواع المحافظ الاستثمارية: تقسم المحافظ الاستثمارية إلى عدة أنواع، وأبرزها[٣]:

١. **محفظة الدخل:** وهي تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء المتأتية من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ الدخل هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.
٢. **محفظة النمو:** وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة ومن ثم لتقويم أداة المدراء.

---

[١] - معروف. هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٢٢٢.

[٢] - عبد العزيز. أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧، ص ٢٠٥.

[٣] -معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٢٢٧.

وعليه فإن إدارة المحفظة لا تعمل فقط على توسيع قاعدة الاستثمار بل تحاول أيضا حماية الأدوات من اتجاهات الهبوط في الأسواق المالية، وبذلك فإنها تتسم بالتحوط العقلاني وبترقب الفرص الأكثر ربحية.

٣. **محفظة الدخل والنمو:** هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق الدخل، وبعضها الآخر بتحقيق النمو، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ .

٤. **المحفظة المتوازنة:** وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة) والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات النقدية شبه الرتيبة للعوائد)، وهذا بالتأكيد يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة وبما لا يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.

٥. **المحفظة المتنوعة:** حيث تشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات الأرباح التي تتحقق من استثمار أدوات أخرى فيكون التوازن مستمراً ويحافظ المستثمرون في محافظهم على ربحية مقبولة ومتنامية قدر المستطاع، وتهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطر السائدة في هذه السوق.

ثالثاً – بناء المحفظة الاستثمارية: يجب التركيز على بناء محفظة ذات كيان قوي قادر على التعامل مع التقلبات ضمن بنية معقدة في الاقتصاد باستخدام بعض أو كل الأدوات الاستثمارية الممكنة، ولكل محفظة تنوّعها وخصوصيتها حسب الهدف أو الأهداف المرجوة منها، وللوصول إلى بناء محفظة شاملة ومتوازنة سوف نستعرض النقاط التالية:

١. المقومات الأساسية للمحفظة الشاملة المتوازنة.

٢. محددات وضابط بناء المحفظة الاستثمارية.

٣. طرق تكوين وتشكيل المحفظة الاستثمارية.

١. **المقومات الأساسية للمحفظة الشاملة المتوازنة:** حتى تؤدي المحفظة الأهداف المرجوة منها لا بد أن تراعي الأركان والمقومات الأساسية التي يجب أن تكون متوازنة كلها و تعمل ضمن إطار تكاملي دون تغليب عنصر على آخر، هذه المقومات هي كالتالي[١]:

أ. إمكانية تحقيق العائد المناسب: عائد المحفظة يعكس مدى نجاحها وفشلها وتبقى نسبة العائد السنوي للكثيرين السؤال الأول والأخير، أما العائد فهو المحصلة الأخيرة لتفاعل العناصر المكونة للمحفظة. كما يشكل العائد الجيد والمرتفع حافزاً للدخول فيها أصلاً.

بالإضافة إلى العائد المناسب يجب أن تحقق المحفظة عائداً ثابتاً وقابلاً للنمو ويكون العائد نتيجة طبيعية للخيارات والأدوات الاستثمارية التي اعتمدتها إدارة المحفظة في تحمل درجة من الخطورة و المحافظة على سلامة العناصر المكونة للمحفظة.

يرتبط العائد عادةً بدرجة الخطر و هناك مخاطر بيئية وسوقية وفنية، وتعدد مصادر الخطر يشكل عبئاً على المحفظة، ولذلك ينصح بأن تكون عناصر المحفظة شاملة ومتعددة ومتنوعة لتفادي الأخطار قدر الإمكان.

ب. التنويع الفني والتوزيع الجغرافي: مما لاشك فيه أن المعيار الأساسي للحكم على نجاح أو فشل سياسة تنويع المحفظة الاستثمارية ، يتمثل في مدى تحقيق الهدف الرئيسي لهذه السياسة ممثلا في تخفيض مخاطرتها المرجحة إلى حدها الأدنى مع ضمان تحقيق العائد المرجح المتوقع منها في الوقت نفسه، في هذا السياق على مدير المحفظة ان يراعي ثلاثة اعتبارات هامة هي[٢]:

- تنويع المخاطر الاستثمارية: فمخاطر الإستثمار متعددة المصادر والأسباب، يمكن تقسيمها في فئتين الى: مخاطر سوقية ومخاطر غير سوقية، ومن المهم لمدير المحفظة أن يعلم بان سياسة التنويع لا تنجح إلا في تخفيض النوع الثاني من المخاطر، أي المخاطر غير السوقية فقط ، لكنها لا تجدي في تخفيض المخاطر السوقية والتي تكون آثارها عامة فتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء.
- عدد أصول المحفظة: فكلما زاد عدد أدوات الاستثمار التي تشكل منها المحفظة، تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض مخاطرها والعكس بالعكس .
- معامل الارتباط بين أصول المحفظة: يعتبر هذا العامل من أكثر العوامل حسماً في نجاح أو فشل سياسة تنويع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة ، وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينها من جهة اخرى تتوقف فعالية سياسة التنويع،

---

[١] - شاكر محمد، دراسة بعنوان المحافظ والصناديق الاستثمارية: تكوينها وإدارتها، ٢٠٠٧.

[٢] -http://tdwl.net/vb/showthread.php?t= ١٢٣٩

ومعامل الارتباط هو مقياس إحصائي يعبر عن العلاقة بين العوائد على ورقتين ماليتين من حيث اتجاه حركة هذه العوائد وتتراوح قيمته بين (+١ وَ -١) بحيث:

- فإذا كان معامل الارتباط مساوياً +١ : فإن تكوين محفظة استثمارية لا يؤدي إلى تخفيض المخاطر إنما مخاطرة المحفظة تكون متوسط مرجح لمخاطرة الأسهم.
- إذا كان معامل الارتباط = -١:فإن بناء المحفظة يؤدي إلى تخفيض المخاطر وليس التخلص منها.
- إذا كان معامل الارتباط = -١ : فإن ذلك يعني التخلص من مخاطر المحفظة بشكل نهائي.

ج. **ملاءة عناصر المحفظة:** والملاءة تعني درجة جودة وسلامة الأصول التي تتركب منها المحفظة الاستثمارية، وتكمن أهميتها في ترتيب ضمان بقاء المحفظة الاستثمارية مناسبة للإستثمار في الأجل الطويل، وهذا يأتي من سلامة وتوازن الأصول التي تتركب منها المحفظة التي تضمن البقاء الطويل وتحقيق العائد الجيد في الأجل الطويل، وإن لم تحقق المحفظة نتائج مرضية في بداياتها.

إن التركيز على العائد السريع قد يؤدي إلى إهمال مسألة الملاءة أو التخلي عنها وهذا يضعف عناصر قوتها، فالملاءة الجيدة في تكوين الأصول لا غنى عنها وبالتالي فهي تضمن استمرارية تمويلها في الأمد الطويل.

د. **الحد الأدنى من السيولة:** يجب أن يكون هناك توازن دقيق في الحد الأدنى من السيولة تبعاً للمحفظة وشكلها وأهدافها، إذ لا يمكن أن يكون مستوى السيولة مرتفعاً جداً حيث تتناقض مع جوهر العملية الاستثمارية.

إنّ الحد الأدنى من السيولة لأي محفظة يجب أن يتناسب بشكل كامل مع طبيعة الالتزامات التي تعهدت بها المحفظة، وخاصة بالنسبة للمحافظ التي موّلت باستعمال أموال الآخرين، والحد الأدنى المطلوب من السيولة لا يعني بالضرورة أن يشمل كل الأصول وخاصة الأصول الجيدة، وليس بالضرورة أن يكون نقداً وإنما يمكن أن يكون بشكل أصول قابلة للتسييل الفوري مثل العملات، و المهم أن تعطي مدير المحفظة المرونة الكافية للتصرف تناسباً مع تقلبات السوق.

٢. **محددات بناء المحفظة وضوابطها:** إضافة إلى المحددات التي تم ذكرها في الفقرة السابقة، يجب مراعاة الأمور التالية عند بناء المحفظة الاستثمارية:

أ. يبدأ بناء الأساس الصلب مع فهم المستثمر الفرد والمؤسسة ومشاكله وخصوصياته وأهدافه الحقيقية ويجب الانتهاء من تأسيس هذه الناحية مبكراً حتى يتم التركيز على تعقيدات الاستثمار، بالإضافة إلى الاستعداد المالي يجب أن يتوفر الاستعداد النفسي و الذهني للتعامل مع الأسواق الجديدة والأرقام والمخاطر والتقلبات لهذه الأسواق وعلى المستثمر هنا دخول السوق بثقافة معينة دون أخذ الشائعات بعين الاعتبار و عدم بناء قرارات استثمارية عليها.

ب. يجب أن تتضح أهداف المحفظة منذ البداية ضمن صياغة موضوعية محددة تمكن إدارة المحفظة من وضع الإستراتيجية اللازمة من قرارات اجمالية وتفصيلية والرابط الصحيح بين الكلفة والإيراد وحساب كل ذلك بدقة دون ترك أي تفصيلة للحظ.

ج. يجب الأخذ بعين الاعتبار ظروف وحاجات وأهداف المستثمر ومدى استعداده لتحمل المخاطر ففي هذا أسباب نجاح وفشل تجربة الاستثمار فهذا كله يؤثر في قرار الاستثمار فما يناسب هذا المستثمر قد لا يناسب مستثمراً آخر وما يناسب المؤسسة قد لا يناسب الفرد وكل هذا ينعكس على طبيعة الأنشطة الاستثمارية .

د. الأخذ بعين الاعتبار الأمور التالية: الاختيار السليم للأدوات والأصول، التمويل الصحيح والآجال المناسبة، أسس سليمة لاتخاذ قرارات الإدارة، استخدام وسائل جيدة ومرنة لحماية المحفظة وصيانتها، الشكل والحجم والأهداف يجب أن تدرس لتلبية حاجات المستثمرين.

ه. يجب أن يكون للمحفظة صفة شمولية ومتوازنة وذات أهداف قابلة للتحقيق بعيدة عن الأوهام لتتناسب مع منطق السوق ومع المعايير الحقيقية للأداء المتزن كما يجب أن تكون القرارات الاستثمارية رشيدة وبالغة الدقة لتحقيق الأهداف المرجوة.

و. يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل المحفظة دون أن يلجأ إلى الاقتراض.

ز. يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم الشركات منخفضة المخاطر بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن يحتوي على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا، وذلك وفقا لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذه المخاطر.

ح. يجب تحديد الفترة الزمنية للاستثمار مسبقا، وأن يتم تحديد نوع الاستثمار من حيث المدة.

ط. لا يمكن للمحافظ الاستثمارية أن تقلد بعضها لما فيها من خصوصية وطبائع وقدرات وظروف مختلفة تجعل هذه المحافظ فريدة من نوعها بصفاتها وأهدافها.

٣. **تشكيل محفظة الأوراق المالية:** قبل البدء بتشكيل المحفظة التي نرغب بها نحدد العناصر الرئيسية التالية:

- الأسواق التي سيتم الاستثمار فيها.
- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها من كل سوق.
- الأصول التي سيتم الإستثمار فيها من كل قطاع.
- الوزن النسبي لكل أصل من قيمة المحفظة.

وهناك طريقتين لتشكيل المحفظة[١]:

- الأولى تسمى من الأعلى إلى الأسفل والتي من خلالها يتم ما يلي:

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

- والطريقة الأخرى تسمى من الأسفل إلى الأعلى والتي من خلالها يتم ما يلي:

- دراسة الأسهم الموجودة في عينة الرقم القياسي لأسعار الأسهم ثم القيام بعمليات تصفية لهذه الأسهم.
- بعد اختيار عدد من الأسهم يتم تصفيتها عن طريق تقييموتداوله.هم بطرق متعددة مثل طريقة خصم التدفقات النقدية، تقييم النسب المالية لهذه الأسهم مقارنة مع معدلات الصناعة التي تنتمي إليه.
- بعد ذلك يتم اختيار الأسهم بناء على قيمتها السوقية وتداوله .

[١]- حطاب.سامي، دراسة بعنوان المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار،أبو ظبي، ٢٠٠٧.

- عند تشكيل المحفظة نضع الوزن الأكبر للأسهم التي تم اختيارها على أن يكون التنويع في اختيارها جيدا ثم وزن اقل في السندات والباقي نضعه لغايات المتاجرة بهدف استغلال الفرص التي قد تتاح .
- عمل مراجعة ربعية لمكونات المحفظة.

وبناءً على ما تقدم يمكن أن نحصر الخطوات الأساسية لعملية بناء المحفظة الاستثمارية بما يلي[1]:

- **تحديد تخصيصات الأصول المثلى:** حيث تتحدد نسب فئات الأصول المختلفة في المحفظة الاستثمارية بنوعين من العوامل:
  - العوامل الذاتية: مثل عامل السن أو الفترة الزمنية التي يرغب فيها المستثمر في تنمية رأسمال المحفظة ودرجة تحمله للمخاطر.
  - العوامل الموضوعية: وتشمل أنواع الأدوات الاستثمارية المتاحة في الاقتصاد المحلي أو على الصعيد الدولي، وأوضاع الشركات والقطاعات والأسواق التي يرغب المستثمر بالاستثمار بها.

إن استعداد المستثمر لتحمل مزيد من المخاطر في استثمارات المحفظة يعني تخصيص مزيد من إستثمارات المحفظة للأوراق المالية القائمة على حقوق الملكية وتقليص نسبة أدوات الدين في المحفظة وغيرها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، أما المستثمر الذي لا يحبذ إدخال إستثمارات خطرة في محفظته فإنه يسعى إلى بناء محفظة متحفظة تحقق له مستوى ثابتاً نسبياً من العوائد دون السعي إلى تحقيق عوائد استثنائية تقترن بمخاطر كبيرة نسبياً.

- **تركيب المحفظة حسب التخصيصات الموضوعة:** بعد بناء تخصيصات الأصول ينتقل المستثمر إلى البحث عن الأصول الفرعية ضمن الفئات المحددة في الخطوة الأولى، هذه الفئات الفرعية لها بدورها مستوياتها الخاصة من العائد والمخاطرة، وبذلك على المستثمر انتقاء الأسهم التي تناسب درجة المخاطرة المنشودة مع مراعاة عوامل القطاع والرسملة السوقية للشركة المصدرة ونوع الأسهم، أما عند انتقاء السندات فإنه على المستثمر مراعاة عدد من العوامل من أهمها: ريع الفائدة، أو قيمة الخصم وآجال استحقاق السندات وأنواعها وتصنيفاتها الائتمانية وسلوك أسعار الفائدة بشكل عام.

[1] - باكير.محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨، ص ٢٣٨.

- **المراجعة التكتيكية لأوزان فئات أصول المحفظة:** لا بد من متابعة أداء المحفظة ومراجعته دورياً للاستجابة للتغيرات السوقية التي قد تستدعي من المستثمر تعديل أوزان الأصول في المحفظة حسب أوزانها، كما يجب مراعاة هذه التغيرات في الوضع المالي الحالي للمستثمر ومتطلباته المستقبلية والتغير في نظرته إلى عنصر المخاطرة.
- **المراجعة الإستراتيجية لأوزان فئات أصول المحفظة:** بعد تحديد الأوراق المالية أو الأصول التي ينبغي تقليص ما يذهب إليها من إستثمارات ودرجة التخفيض، يجب على المستثمر التفكير في فئات الأصول الممثلة بأقل من الحد اللازم في المحفظة لحيازتها وضمها إلى أصول المحفظة، يمكن استخدام حصيلة تصفية الأصول المباعة في شراء تلك الأصول أو أن يوجه المستثمر جزءاً من دخل المحفظة لتغطية الفرق إن وجد أو لزيادة رأسمال المحفظة الجديدة.

رابعاً – إدارة المحفظة: وهي التنظيم الصحيح والسليم بين عناصر المحفظة لتعمل كل عناصرها بشكل متكامل.

أ. **مهام إدارة المحفظة:** تعمل إدارة المحفظة على إنجاز مهمات عديدة، أهمها:

- بناء وإقرار إستراتيجية الاستثمار: والتي تعتبر بمثابة الخطة التي ستقود كل قرارات المستثمر اللاحقة بما فيها قرار تخصيص الموجودات وفيها يحدد المستثمر نوع المخاطر المستعد لتحملها وأهداف الاستثمارية ومحدداته، ويتم تحديد إستراتيجية الإستثمار من خلال احتياجات المستثمر وتوقعات السوق بعد دراسة الظروف المالية والاقتصادية الحالية وتوقع الاتجاهات المستقبلية، وهي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.
- صياغة الخطط المختلفة بما فيها الخطط الإستراتيجية طويلة الأجل والتي تعتمد حسب أحد الأنماط الإستراتيجية السابقة وكذلك الخطط قصيرة الأجل والتي تتعلق بالتداول اليومي للأوراق المالية ومهما كانت فترة الخطة وأهدافها لا بد للإدارة أن تضعها في إطار علمي بحيث تظهر العوائد المتوقعة والتكاليف المباشرة والفرصية لكل أداة يتم الاستثمار فيها مع ربط العوائد الفعلية والمتوقعة بالأهداف المقررة لتحقيق أفضل تخصيص لهذه الموارد[1].
- تنفيذ الخطط المرسومة مباشرة أو من خلال عملية التوجيه والتي تتضمن ترتيب النشاطات التي تمارس من قبل الكوادر العاملة والوسطاء الماليين وتحديد القنوات المسؤولة عن إجراء الاتصالات ونقل المعلومات وتنسيق المعاملات مع الأسواق المالية وتسجيل الوقائع وتحليلها.
- وضع أساس علمي يساعد المستثمر في توزيع المخاطر على عريضة الأوراق المالية الفردية أو المتحدة مع بعضها البعض بما يحقق أقل مستوى من المخاطر عند مستوى أعلى من العائد المتوقع.

[1] - معروف.هوشيار، الإستثمارت والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٢٢٢.

- تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات أي أسلوب علمي يعتمد عليه في تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية.
- تحقيق أعلى عائد ممكن أو متوقع للحصول عليه عند مستوى معين من درجة المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية التي تتضمنها محفظة الأوراق المالية[1].
- تعزيز قيم موجودات المحفظة الاستثمارية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر وفي جدولة يجري تنظيمها وفق تقييمات اقتصادية لجدوى كل مشروع عند تحريك أي من الأصول الموجودة ضمن أولويات تحكمها توقعات علمية وعقلانية لحركة استثمارات المحفظة.
- توفير الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد إلى تنويع الموجودات المتسمة بكفاءة عالية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية.
- توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأدوات الاستثمارية.
- استثمار الفائض النقدي الخاص بالمستثمرين في أوراق مالية لتحقق من ورائها عائد يزيد عن الفائض القابل للتوزيع مع ضمان تلبية احتياجات هذه المؤسسات المالية من السيولة في الوقت المناسب مع تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس .
- تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة بالنسبة للضرائب المختلفة وهو ما يكون بالابتعاد عن أي يتصرف ينم عن التهرب الضريبي أو أي مخالفة مالية أو إدارية أخرى[2] .
- دراسة التغذية الخلفية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة والإيجابية لها.
- الإشراف والمتابعة: إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي بها، تدعو إدارة المحفظة إلى القيام بمراجعة دورية وإشراف مباشر لمكونات المحفظة، إذ أن

[1]-عبد العزيز.أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦. ص ٢٠٧.

[2]- معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣، ص ٢٢٢.

إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر التي قد تطال رأس المال المستثمر[1].

ب. **أنماط السياسة المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية[2] :** عند بناء المحفظة الاستثمارية يراعي المستثمر السياسة التي ينوي إتباعها والتي يتم بناء عليها اختيار الأصول التي تكون المحفظة وكيفية إدارتها، ويمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الاستثمار إلى طريقتين هما الإدارة السلبية والإدارة الإيجابية.

١. **إستراتيجية الإدارة السلبية:** تمثل الإدراة السلبية لمحفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طويلة الأمد، وعادة ما يتم محاولة مجاراة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون في هذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك تعبير Indexing ويجب الانتباه عند استخدام هذه الإستراتيجية إلى أن مجاراة المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر، إن الهدف من تكوين محفظة مؤشر ليس التغلب على هذا المؤشر وإنما مجاراته من حيث العائد، لذا فإن الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد المحفظة من عائد المؤشر، يمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية، منها:

- المحاكاة التامة: وهي تقنية واضحة تعتمد على شراء كل الأسهم الموجودة ضمن المؤشر المعتمد كالمؤشر العام لسوق معين مالي، هذه التقنية تساعد على تعقب أداء المؤشر لكنها قد لا تحقق نتائج مثلى لسببين، الأول هو الحاجة لشراء العديد من الأوراق المالية وبالتالي زيادة تكاليف التداول التي ستحد بدورها من أداء المحفظة، أما السبب الآخر فيتمثل فيما ينتج عن إعادة استثمار أرباح المحفظة من ارتفاع حجم العمولات عندما تعلن الشركات عن توزيعات أرباح متدنية في أوقات مختلفة من السنة.

- أسلوب العينة: ويعتمد هذا الأسلوب على اختيار عينات فاعلة من الأسهم التي كان أداؤها جيداً عبر السنوات الماضية وتمثل هذه العينات عادة المؤشر العام برمته من حيث وزنها وتأثيرها على المؤشر، فالأسهم التي ترتفع نسبة تمثيلها في المؤشر يرتفع أيضاً وزنها في

[1] -التميمي.أرشد فؤاد، سلام .أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ٢٠٠٤، ص ١٩٥.

[2] - باكير. محمد مجد الدين، محافظ الاستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، مرجع سابق، ص ٣٠٤.

هذه المحفظة، ويشتري المستثمر الأسهم التي ينخفض تمثيلها في المؤشر بحيث تقارب خصائصها الإجمالية خصائص المؤشر المختار، إن شراء عدد أقل من الأسهم يقلل بدوره من العمولات المترتبة على عمليات البيع والشراء، كما أن إعادة استثمار أرابح المحفظة تكون أقل جهداً، ومن سلبيات هذا الأسلوب أن عوائد المحفظة لا تتبع عوائد المؤشر المرجعي بالصورة نفسها التي تقدمها تقنية المحاكاة.

- استخدام المعاملات والبرامج الاحصائية: إن هذه الطريقة تعتمد على متابعة البيانات التاريخية لأسعار الأسهم لاستنباط العلاقة القائمة بينها، حيث يمكن أن تعطي لإدارة المحفظة من خلال إدخالها إلى برنامج الحاسوب شكل التركيبة والتوليفة الممكنة للمحفظة السهمية.

- الشراء التدريجي للأسهم: وفي هذه الحالة يلجأ مدير المحفظة إلى اعتماد مبلغ محدد كل فترة وذلك لشراء عدد أكبر من الأسهم حين هبوطها وشراء عدد أقل حين صعودها حيث يتراوح الوضع بين تفاؤل وتشاؤم تبعاً لتغير أسعار الأسهم وذلك قد يحقق بعض الأرباح نتيجة تراكم الأسهم بأسعارها المتوسطة، وهذا أسلوب محافظ وتقليدي جداً وأميل إلى الفشل وخاصة ضمن تقلبات الأسواق المالية الحالية.

٢. **إستراتيجية الإدارة الإيجابية:** تهدف إدارة المحفظة الإيجابية إلى تحقيق عائد يتجاوز عائد محفظة المؤشر السلبية بعد استبعاد تكاليف التداول ومراعاة التغير في عنصر المخاطرة، وفي الحالة التي يعطي المستثمر فيها أوزاناً أكبر لقطاعات معينة في السوق توخياً لتحقيق زيادات سعريه في أسهمها، فإن مخاطر المحفظة الإيجابية تفوق كثيراً مخاطر محفظة المؤشر مما يحتم على المستثمر السعي إلى تحقيق عائد أكبر من عائد المؤشر بهامش عريض لتعويضه عن المخاطرة المرتفعة، يمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الإيجابية إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية، منها:

- إستراتيجية التحليل الأساسي: والتي تطبق بإتباع أحد الأسلوبين التاليين:

  - أسلوب القمة – القاعدة: حيث تبدأ عملية الاستثمار من القمة وذلك بتحليل شامل للسوق ولتخصيصات الأصول ثم تنتقل إلى الأدنى للتصدي لقرارات التخصيص القطاعي ومن ثم نزولاً إلى مرحلة اختيار الأوراق المالية، وعلى العموم تعتمد الإدارة ثلاث فلسفات في تطبيقه:

- إستراتيجية التدوير القطاعي : وتعني الاعتماد على سوق واحدة دون الحاجة للخلط بين الأسواق المالية و الاستثمارية المختلفة، و يجري التعرف على القطاعات المختلفة ضمن السوق المحلية لاختيار القطاع الاستثماري الذي يحظى باهتمام الكثيرين و يتوقع له أن يكون الهدف القادم للمستثمرين، وهذا يستلزم قراءة دقيقة للدورات الاقتصادية و أحوال الرواج و الكساد، فما قد يكون استثماراً جيداً في مرحلة اقتصادية معينة قد يكون سيئاً في مرحلة اقتصادية أخرى مختلفة كلياً، و يعتمد هذا النوع على تركيز أصول المحفظة للاستفادة من حركة السوق التالية وهذا يشمل التركيز على قطاعات اقتصادية معينة تجاوباً مع المرحلة التالية في الدورة التجارية.

- إستراتيجية تدوير فئات الأصول: هي إستراتيجية تنصب على تقليب الأموال في الأسهم (توظيفها وإخراجها) بناء على إدراك المستثمر لأسعار سوق الأسهم وتقويماته مقارنة بفئات الأصول البديلة.

- أسلوب القاعدة – القمة: حيث تشرع عمليات الاستثمار باختيار الأوراق المالية دون تحليل أولي للسوق أو للقطاعات السوقية، ويمكن للمستثمر الذي يتبع إستراتيجية التحليل الأساسي في انتقاء الأسهم على أساس القاعدة – القمة أن يحوز محفظة مكونة من أوراق مالية يشتريها بخصم كبير على قيمتها العادلة في نموذج التقويم الذي يعتمده.

- إستراتيجية التحليل الفني: ينصب التحليل الفني على عملية تقويم الأوراق المالية من خلال دراسة اتجاهات الأسعار التاريخية للوقوف على ما توحي به من معلومات عن حركة الأسعار المستقبلية، على هذا يمكن للمستثمر بناء محفظة الأسهم على قاعدة اتجاهات الأسعار التاريخية بافتراض وقوع أحد احتمالين: إما أن تستمر هذه الاتجاهات السعرية التاريخية على المنحى ذاته أو أن تسلك منحىً عكسياً وذلك على الشكل التالي:

- إستراتيجية معارضة السوق: تقوم على اعتقاد بأن أفضل توقيتات بيع أو شراء الأسهم تتحدد عندما يكون المستثمرون في ذروة تشاؤمهم بأداء هذا السهم، وبهذا الشكل يحاول المستثمر المعارض شراء السهم عندما تصل إلى أدنى مستوياتها السعرية وبيعها عندما تقترب من أعلى مستوياتها.

- إستراتيجية الزخم السعري: تحصر تركيزها في اتجاه الأسعار التاريخية وحسب، وعليها تبنى قرارات المستثمر بالبيع أو بالشراء، ويؤيد ذلك دراسة أجراها ل. تشان حيث بينت

الدراسة أن المحافظ الاستثمارية ذات المستويات العالية من الزخم السعري ولدت أعلى العوائد الاستثمارية.

- الاستثمار في أسهم القيمة والنمو: من أهم التطورات التي شهدتها إدارة محافظ الأسهم الفعالة في العقد الماضي استراتيجيات المحفظة التي تنتهج أسلوب استثمار النمو أو استثمار القيمة، حيث يركز المستثمر في الحالة الأولى (إستراتيجية النمو) على الوضع الاقتصادي الحالي والمستقبلي للشركة المصدرة للسهم دون الاهتمام كثيراً بتقويم السهم، أما المستثمر في الحالة الثانية (إستراتيجية القيمة) فيحصر اهتمامه بسعر السهم توخياً لحدوث التصحيح وتحسن واقع النسب المالية.

خامساً- نظرية محفظة الأوراق المالية:

١. **العناصر الأساسية لنظرية محفظة الأوراق المالية:** ترتكز نظرية محفظة الأوراق المالية على مجموعة عناصر أساسية هي[١]:

أ. **عائد محفظة الأوراق المالية:** هنا ينبغي التمييز بين ثلاثة أنواع من العائد[٢] : المتحقق، المتوقع والمطلوب.

- معدل العائد المتحقق: هو ذلك العائد الفعلي الذي يحققه المستثمر من مسك محفظة، ويمثل مجموع عوائد مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها في رأس مال المحفظة، لذلك يطلق عليه العائد المتحقق الموزون، وبحسب وفقاً للصيغة التالية:

$$ع_م = ع_1 و_1 + ع_2 و_2 + ...+ ع_ن و_ن$$

حيث:

ع م : عائد المحفظة.

ع١...ع ن : عائد كل مكون من مكونات المحفظة.

و١...ون: أوزان كل مكون في المحفظة.

[١] - العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٧٣.

[٢] - التميمي.أرشد فؤاد، سلام.أسامة عزمي،الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٩٨.

كما ويمكن حساب العائد المتحقق للمحفظة من خلال العلاقة التالية[1]:

عائد المحفظة = (ق ن – ق ١) / ق ١

حيث:

ق ن: القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة.

ق ١: القيمة السوقية للمحفظة في بداية الفترة.

- معدل العائد المتوقع: يمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمتها برأس مال المحفظة، وتحسب وفق الصيغة التالية[2]:

عَ م = عَ١ و١ + عَ ٢ و٢ + ... عَ ن ون

حيث:

عَ م : معدل العائد المتوقع للمحفظة.

عَ١...عَ ن : معدل العائد المتوقع لكل مكون من مكونات المحفظة.

و١...ون: أوزان كل مكون في المحفظة.

طبقاً للصيغة الرياضية أعلاه يتطلب حساب معدل العائد المتوقع لكل مكون من مكونات المحفظة، بهذا الصدد هناك ثلاث طرق لحساب هذا المعدل: الوسط الحسابي، والطريقة الإحصائية والطريقة الاحتمالية[3].

- معدل العائد المطلوب: هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمر أو مدير المحفظة تعويضاً عن المخاطر المحتملة، يحسب هذا المعدل على أساس معدل العائد المطلوب لكل سهم من أسهم المحفظة مرجحاً بوزن مساهمته بمبلغ المحفظة، ويحسب معدل العائد المطلوب وفقاً لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، وعليه فإن العائد المطلوب يحسب وفق الصيغة التالية:

ع م ط = ع ط١و١+ ع ط٢و٢+.....+ع ط ن ون.

[1] - حنفي.عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة عين شمس، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ١٢٩.

[2] - Brealey, Richard and Myers, Stewart, Principles of Corporate Finance, N-Y U.S.A 1996.

[3] - Weston, J, Besley, Scotted and Brigham, Eugene, Essentials of Managerial Finance, 11th. Ed, N.Y, U.S.A, 1996, P156.

حيث:

ع م ط : معدل العائد المطلوب من المحفظة.

ع ط١ ...ع ط ن: معدل العائد المطلوب لكل سهم.

ب. **المخاطرة في محفظة الأوراق المالية:** تجسد المخاطرة فرص تباين النتائج المتوقعة من الاستثمار، أي اختلاف العائد الفعلي للاستثمار عن العائد المتوقع، ولابد من إيجاد بديل كمي للمخاطرة حتى يمكن تحليلها، ولكي ينجح هذا الدليل لابد أن نقيس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة فرصة تكبد الضرر، وهذا بالاعتماد على الاحتمالات المتوقعة لعائد الاستثمار بالأوراق المالية ومدى التباين والاختلاف بين احتمالات معدلات العائد، فكلما زادت درجة تباين هذه الاحتمالات وتشتتها عن المتوسط المرجح ارتفعت المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة[١]، وتقاس المخاطر بأحد المقاييس التالية[٢]: تباين معدلات العائد، الانحراف المعياري لمعدلات العائد، معامل اختلاف معدلات العائد، التباين المشترك للعوائد ومحفظة السوق (معامل بيتا)، وسوف نستعرض فيما يلي طريقتين منها، هما:

- الانحراف المعياري لمعدلات العوائد: إن درجة مخاطرة المحفظة المالية أقل من درجة مخاطرة الأوراق المالية التي تكوّن هذه المحفظة وذلك بسبب التنويع (التنويع هو الاستثمار في أكثر من ورقة مالية من أجل تخفيض درجة المخاطرة) حيث أن التنويع يخفض من درجة المخاطرة من خلال الاستثمار في أوراق مالية ذات خصائص مختلفة بالنسبة للعائد والمخاطرة، وهذا ما يسمى بأثر المحفظة، إن درجة الانخفاض في المخاطرة التي تتحقق من خلال التنويع تعتمد على درجة الارتباط بين عوائد مختلف الأوراق التي تكون هذه المحفظة (ويقيس معامل الارتباط الارتباط في درجة واتجاه التغير بين متغيرين)، ولقد استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، ويضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد

[١] - حماد.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة،١٩٩٩، ص ٢٥٩.

[٢] - باكير.محمد مجد الدين، المحافظ الاستثمارية: إدارتها وإستراتيجيتها، مرجع سابق، ص ٩٦.

ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من المخاطر العامة [1]، ويمكن حساب الانحراف المعياري للمحفظة وفقاً للمعادلة التالية[2]:

$$\sigma_P^2 = \sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}\omega_i\omega_j\sigma_i\sigma_j\rho_{ij}$$

حيث:

$i\ j$: أصول مالية.

ρ : : معامل الارتباط بين الأصلين الماليين.

ω_i : نسبة الاستثمار في كل أداة مالية إلى إجمالي الاستثمار في المحفظة.

σ_P^2 : الانحراف المعياري للأصل المالي.

- معامل بيتا[3]: وهذا رأي آخر في حساب مخاطر المحفظة حيث طبقاً لمفهوم المحفظة ونظرية المحفظة، المستثمر في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء محفظة تختلف عن تلك المخاطرة التي يتعرض لها السهم منفرداً ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة، فإن مخاطر المحفظة تكون مساوية إلى المخاطر النظامية فقط، نظراً لمبدأ التنويع الذي يشكل قاعدة المحفظة ودوره في تخفيض المخاطر غير النظامية، لذا يمكن القول أن معامل بيتا هو المقياس الأنسب لمخاطرة المحفظة، عليه فإن مخاطرة المحفظة تكون مساوية إلى المعدل الموزون لمجموع معاملات بيتا لكل سهم من مكونات المحفظة، أي بمعنى آخر مجموع بيتات الأسهم مرجحة بأوزانها بالمحفظة، وذلك وفقاً للصيغة التالية:

ب م = ب١و١ + ب٢و٢ + ...+ ب ن و ن

حيث:

---

[1] - الهندي.منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق المال: الأدوات المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المصرفية والمالية، ص ١٢٠.

[2] - طلفاح.أحمد، الاستثمارحول نماذج احتساب العوائد والمخاطر للمحافظ المالية، المعهد العربي للتخطيط،٢٠٠٧.

[3] - التميمي.أرشد فؤاد، سلام.أسامة عزمي،الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٠٣.

ب م : بيتا المحفظة لقياس مخاطرتها النظامية.

ب١...ب ن : بيتا كل سهم من أسهم المحفظة.

ج. **المحفظة الكفء[١]:** هي تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة مخاطرة معينة، أو التي توفر أقل درجة مخاطرة متوقعة في ظل مستوى معين من العائد المتوقع.

د. **المحفظة المثلى:** وهي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية وبطريقة تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، وبذلك نجد أن مفهوم المحفظة المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق، لذلك نجد أنه من الصعب علينا وضع نموذج عام وموحد يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين، وعلى هذا الأساس مصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، ويتم التوصل إليها [٢] عند نقطة التماس بين مجموعة المحافظ الاستثمارية الكفء من ناحية، ومنحنى السواء من ناحية أخرى، وتمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر.

٢. المبادئ الأساسية لنظرية المحفظة: يحكم نظرية المحفظة أربعة مبادئ أساسية[٣]**:**

أ. مبدأ القياس الكمي: يقصد بالقياس الكمي، أن المنافع المتوقعة من الاستثمار يمكن حسابها في صورة العائد المتوقع أو متوسط العائد، كما أن مخاطرة أي استثمار يمكن قياسها في صورة التباين أو الانحراف المعياري.

ب. مبدأ التنويع: ويقصد به أنه عن طريق جمع عد من الأوراق المالية المختلفة في محفظة يمكن تحقيق درجة معينة من استقرار وثبات العائد دون إضعاف العائد المتوقع، حتى لو كانت عوائد هذه الأوراق المالية عوائد مستقلة ومتساوية وذات خصائص مخاطرة واحدة.

ج. مبدأ الارتباط: يقصد به أن الدرجة التي تخفض بها محفظة من اثنين من الأوراق المالية تباين العوائد، تتوقف على قيمة معامل الارتباط بينهما.

---

[١] - الحناوي. محمد صالح – مصطفى. نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٢٣٥.

[٢] - الحناوي.محمد صالح – مصطفى نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٢٣٨.

[٣] - صادق.دلال، استخدام نظرية المحفظة في ترشيد قرارات الاستثمار المالي في الوحدات الاقتصادية، مجلة الإدارة، إتحاد جمعيات التنمية الإدارية، ١٩٩١، ص٢.

د. مبدأ الشمول: يقصد به أنه كلما كبر حجم المحفظة وزاد عدد الأوراق المالية التي تضمها، كلما زادت المكاسب التي يمكن أن يحققها المستثمر من المحفظة.

٣. الفروض الأساسية لنظرية المحفظة: يترتب على المبادئ والمفاهيم السابقة التي تحكم بناء وتكوين محفظة مثلى، ثلاث فروض أساسية لها، وهي[١]:

أ. فرض المقارنة: حيث أن اختيار المحفظة المثلى من الأوراق المالية يتم عن طريق المقارنة بين العائد من الأوراق المالية والانحراف المعياري لهذا العائد، حيث أنه بالنسبة لعائد معين متوقع فإن المحفظة التي لها أدنى انحراف معياري متوقع هي الأفضل، وبالنسبة لانحراف معياري معين فإن المحفظة التي لها أقصى عائد متوقع هي الأفضل.

ب. فرض النسبية: إن محفظة الأوراق المالية الكفء هي المحفظة التي يتحقق فيها أقل ثمن للمخاطرة أو أقل معامل تغيير أو اختلاف، في حين أن المحفظة المثلى هي المحفظة الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر من بين مجموعة المحافظ الكفء.

ج. فرض المبادلة: ومعناه أنه عند اختيار محفظة الاستثمارات التي تحقق أهداف المستثمر متجنب المخاطرة، فإن تحقيق عائد متوقع إضافي لا يمكن بلوغه إلا عند ثمن مخاطرة إضافية.

سادساً – تقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

عند قياس أداء المحفظة، يجب على المستثمر أن يأخذ في عين الاعتبار كل من العائد الذي حققه والمخاطرة التي تحمله، وبالتالي مهما كانت المقاييس المستعملة، يجب أن تتضمن هذه العوامل، وتتعدد مداخل تقييم أداء محافظ الأوراق المالية، وسوف نتعرض في هذا البحث أربعة نماذج أساسية :

١. مؤشر شارب: قدم وليام شارب مؤشراً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب، وهو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة الكلية؛ وتقاس هذه الأخيرة بالانحراف المعياري. وكلما كانت النسبة مرتفعة، كلما كان أداء المحفظة أفضل، ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية[٢]:

[١] □ □□□□□.□□□ □□□□ □□□□□□ □□□□□□ □□□□□ □□□□□ □ □□□□□□□□ □□□□ □□□□ □□□□□□ □□□□□ □ □□.

[٢] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ص ٤٤١.

$$Sharpe\ Measure = \frac{\overline{TR_P} - \overline{RF}}{SD_P}$$

حيث:

$Sharpe\ Measure$: مؤشر شارب.

$\overline{TR_P}$: متوسط العائد الكلي على استثمارات المحفظة.

$\overline{RF}$: متوسط معدل العائد الخالي من المخاطر.

SD_P : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

$\overline{TR_P} - \overline{RF}$: علاوة المخاطرة على المحفظة.

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة (باستخدام الانحراف المعياري) والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، وعلى ذلك فإن معادلة شارب تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار.

٢. **مؤشر ترينور** [١]**:** يقوم مقياس ترينور على فكرة أن المستثمر العادي يكنه من خلال التنويع الساذج أو التنويع البسيط، أن يتخلص من المخاطر الغير منتظمة بشكل كلي، ويقضي المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو أمر يسير إلى هذا الحد، فإنه يمكن الإدعاء بأن الإدارة المحترفة التي تتولى محفظة الاستثمار يمكنها تشكيل مكوناتها بطريقة تجعلها تنطوي على المخاطر المنتظمة فقط، بعبارة أخرى أن مقياس مخاطر المحفظة يجب أن يتمثل في معامل بيتا وليس الانحراف المعياري، وبناء عليه يحسب مؤشر ترينور على الشكل التالي:

$$Treynor\ Measure = \frac{\overline{TR_P} - \overline{RF}}{b_P}$$

حيث:

[١] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٤٤٣.

Treynor Measure: مؤشر ترينور

b_p : معامل بيتا للمحفظة، أي المخاطرة المنتظمة للمحفظة

ويقاس b_p كما يلي:

$$b_p = \sum_{i=1}^{n} w_i b_i$$

حيث:

w_i : نسبة الورقة المالية في المحفظة.

b_i : معامل بيتا للورقة المالية.

n : عدد الأوراق المالية في المحفظة.

٣. **مقياس جنسن**[١]**:** قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا، وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد:

- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.
- المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وعلى ذلك يبدو نموذج جنسن كما توضحه المعادلة التالية:

حيث:= (عَ ف – ع خ) – ب (عَ س – ع خ)

حيث :

عَ ف : متوسط عائد المحفظة.

ع خ : متوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

ب : معامل بيتا.

[١] -الحناوي.محمد صالح ، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٢٤٦.

عَ س: متوسط العائد على السوق.

وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا إما أن يكون موجباً مما يدل على الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالباً مما يدل على الأداء السيء للمحفظة، أما إذا كان يساوي صفر فإن ذلك يدل على التوازن حيث لا يختلف عائد المحفظة عن عائد السوق.

٤. **نموذج فاما[١]:** قدم فاما نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة، ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية:

عَ ف ن = ع خ + {(عَ س – ع خ) / ح س } { (تغاير عَ ف ن – عَ س) / ح س }

حيث:

عَ ف ن : العائد المتوقع للمحفظة ن .

ع خ : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

ع س : العائد المتوقع على محفظة السوق.

ح س: الانحراف المعياري لمحفظة السوق.

وبذلك نجد أن العائد المتوقع على المحفظة ن يعادل معدل العائد على الاستثمارات الخالية من الخطر مضافاً إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار **{(عَ س – ع خ) / ح س }** والذي يطلق عليه أيضاً تسعير السوق لوحدة المخاطر مضروباً في مخاطر الأصل أو المحفظة والذي يتم قياسه بالمقدار **{ (تغاير عَ ف ن – عَ س) / ح س }**، وجدير بالذكر أن معادلة مخاطر السوق المتوقع تقوم على فرضية الأسواق الكاملة والتي ينعكس فيها آثار جميع المعلومات المتاحة.

[١] - الحناوي.محمد صالح، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ٢٤٧.

الـفصـل الثـالـث:

التـحـليـلين الأسـاسـي والفـنـي

البحث الأول:

التحليل الأساسي

١. **مفهوم التحليل الأساسي والغاية منه.**

٢. **المداخل البديلة للتحليل الأساسي.**

٣. **خطوات التحليل الأساسي:**

- تحليل الظروف الاقتصادية الكلية:
  - السياسة المالية.
  - السياسة النقدية.
  - الناج المحلي الإجمالي.
  - معدل التضخم.
  - أسعار الصرف.
  - معدل الفائدة.
- تحليل ظروف الصناعة:
  - تحليل دورة حياة الصناعة.
  - التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة.
  - التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.
- تحليل الشركة:
  - تعريف بالقوائم المالية وأهميتها.
  - التحليل باستخدام النسب المالية للشركة.
  - تقييم الأسهم وفق نماذج خصم التدفقات والتوزيعات النقدية.

أولاً – مفهوم التحليل الأساسي والغاية منه:

هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف المنشأة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة المصدرة للأوراق المالية، فضلاً عن حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية من أجل تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم الذي تصدره الشركة[١].

إن القيمة الحقيقية للسهم هي مفهوم يعتمد على أطر وأسس يجب أن تكون واضحة ومحددة بصورة مسبقة وذلك حتى يتمكن المستثمر من المقارنة في النتائج التي يستخرجها بالنسبة لعدد كبير من الأسهم التي تتداول في البورصة ليتمكن من انتقاء المناسب منها لاستثمار أمواله، أي أن الهدف من التحليل الأساسي هو العثور على الأسهم التي تتداول بأسعار تقل كثيراً عن قيمتها الحقيقية ليتم شراء هذه الأسهم، أو العثور على الأسهم التي يتم تداولها بأسعار تزيد عن قيمتها الحقيقية وذلك ليتم بيعها والتخلص منها.

يهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف التحليل الأساسي بشكل رئيسي إلى:[٢]

١. التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
٢. تقييم القوة الإيرادية للشركة والعائد على الاستثمار فيها.
٣. تقييم هيكل رأسمال الشركة.
٤. تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
٥. تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.
٦. تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة.

فالهدف إذاً هو جعل القرار الاستثماري يتخذ وفق تحليلات جوهرية بعيداً عن أية تأثيرات جانبية مؤقتة وغير منطقية[٣].

---

[١] - الحضيري، حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٧٤.

[٢] - ربابعة.عبد الرؤوف، حطاب.سامي، دراسة عن التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ٢٠٠٦.

[٣] - حماد.طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، ١٩٩٨، ص ١٦٥.

ثانياً – المداخل البديلة للتحليل الأساسي:

يستند التحليل الأساسي إلى مدخلين[1]:

١. التحليل الكلي (التحليل من أعلى إلى أسفل): حيث يكون التركيز في المرحلة الأولى من هذا التحليل على تحليل الظروف الإقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق رأس المال، يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعات الواعدة إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي أو بسبب أي متغير آخر يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة، وفي النهاية يأتي التحليل على مستوى المنشأة بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة، التي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.
٢. التحليل الجزئي (التحليل من أسفل إلى أعلى): حيث تكون نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف الشركات، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه المنشأة وبذا تكون المرحلة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس كافة الصناعات نشاطاتها.

هناك من يعتقد أن المدخل الأول هو الأكثر ملاءمة فبمجرد معرفة الصناعة الواعدة نكون قد قطعنا أكثر من نصف الطريق نحو الهدف الذي نرجوه، إذ ما يتبقى بعد ذلك لا يخرج عن كونه البحث عن أفضل منشأة داخل تلك الصناعة، وذلك أيسر بكثير من محاولة الاستدلال على منشأة جيدة من بين صناعات عديدة لا نعلم عنها شيئاً، وعلى الجانب الآخر هناك من يعتقد أن المدخل الثاني هو الأكثر ملاءمة، على أساس أن إتباع المدخل الأول قد يؤدي إلى تخطي منشأة ما يكون الاستثمار فيها مربحاً، وذلك في حال كانت لها ظروفها الخاصة المتميزة عن المنشآت الأخرى التي تعمل معها في ذات الصناعة التي تم استبعادها في المرحلة الثانية من التحليل.

ثالثاً – خطوات التحليل الأساسي (مدخل التحليل الكلي): إن الوصول للقيمة الحقيقية للسهم يحتاج من محلل الاستثمار القيام بما يلي:

١. **تحليل الظروف الاقتصادية الكلية وكيفية الاستفادة منها:** بما أن الشركات تعمل في بيئة اقتصادية كبرى فإنها تعتمد إلى حد ما على حالة الاقتصاد الراهنة، وإن التحليل الاقتصادي ينطوي على دراسة ومراجعة السياسات المالية والنقدية، توقعات التضخم، معدلات إنفاق المشاريع التجارية، والمستهلكين، ومرحلة الدورة الاقتصادية....ويمكن الاستفادة من هذه التوقعات لمعرفة حالة الاقتصاد، حيث أنه خلال فترات الرخاء يكون هناك الكثير من العاملين وهو ما يعني أن دخل الدولة

[1] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩، صـ ١٦٠.

في تزايد، ومع تزايد الدخل سوف يكون هناك المزيد من الإنفاق الذي يترجم بدوره إلى المزيد من المبيعات، هذه الزيادة بالمبيعات تترجم إلى أرباح متزايدة مؤدية بذلك إلى زيادة في توزيعات الأرباح وارتفاع في أسعار الأسهم، ويحدث العكس خلال فترة الركود، حيث يكون هناك اتجاه هبوطي في الظروف الاقتصادية، يؤدي إلى تدني وهبوط في المبيعات والأرباح وبالتالي أسعار الأسهم.

قد يكون التنبؤ باتجاه الاقتصاد خطوة أكثر أهمية من اختيار أسهم معينة، لكن ذلك لا يعد أمراً سهلاً، وقد تختلف توقعات وتحليلات رجال الاقتصاد ومع ذلك ليس الاختلاف بين أرقام رجال الاقتصاد هو ما يهم المستثمرين ،ولكن الإجماع على الاتجاه والتغير في الاقتصاد، وبمجرد أن يتوصل المستثمر إلى وجهة نظر شاملة عن الاقتصاد بمكنه استخدام المعلومات لتحديد الصناعات أو القطاعات من الاقتصاد التي سوف تتأثر بالأحداث المتوقعة[١].

ومن أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على سوق المال مايلي:

أ. **السياسة المالية**: يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وهو مايعني أن لتلك السياسة شقين هما الإيرادات والنفقات[٢]، ونظراً لأن الضرائب تعد من أهم وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وأكثرها تأثيراً على الأسواق المالية، فهي بالتالي محور اهتمام المحللين الماليين للتعرف على أثرها على أسواق رأس المال من خلال التأثير المباشر على صافي أرباح الشركات التجارية والصناعية.. وبالتالي على أسعار أسهم تلك الشركات، ومن بين السياسات التي تتبعها الدولة في شأن الضرائب[٣]:

- تخفيض معدل الضرائب على الأرباح التجارية والصناعية للشركات والمحافظة على توازن الميزانية، ويؤدي هذا إلى زيادة صافي أرباح الشركات ومن ثم ارتفاع أسعار الأسهم.
- تخفيض معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية وتمويل عجز الموازنة بإصدار زيادة في أوراق النقد مما يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم وبالتالي تتأثر الأسواق المالية سلباً بهذه الزيادة في حجم المعروض النقدي والزيادة في معدلات التضخم.
- تقديم الدولة إعفاءات ضريبية لصناعات معينة، وهو مايؤدي إلى التأثير على أسعار أسهم مجموعة من الشركات على مستوى هذه الصناعات التي تتمتع بتلك الإعفاءات.

---

[١] - فيربر.اسماي، كل شيء عن البورصة، مكتبة جرير، السعودية، ٢٠٠٧،ص ١٦٣.

[٢] - الهندي.منيرابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٦٢.

[٣] - الحضيري. حامد العربي، تقييم الاستثمارات، مرجع سابق، ص ١٧٧.

- منح حوافز أو ميزات للاستثمار في مناطق جغرافية محددة، وهو ما يؤثر إيجابياً على أرباح الشركات التي لها أنشطة في تلك المناطق، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها في سوق المال.
- الإعفاء من الضرائب على رأس المال، أو من ضريبة الدمغة النسبية التي تفرض على الأسهم، أو من الضرائب على حصيلة الأوراق المالية، فإن هذا يؤدي بصورة عامة إلى إنعاش حركة الأسهم التي يتم تداولها في الأسواق المالية.

ومن الدراسات التي اختبرت العلاقة بين السياسة المالية وأسعار الأسهم دراسة "tobin" الذي وجد بموجبها أن للسياسة المالية تأثيراً ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم[١]، أما د. عماد صالح سلام في دراسته التي أجراها على أسهم البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩١ ولغاية ١٩٩٩ فلم يجد تأثيراً لعجز الموازنة العامة في مصر على أسعار أسهم البورصة المصرية[٢]، ويمكننا القول أن انخفاض سعر الضريبة يؤثر بشكل إيجابي على عوائد الأسهم ومن ثم على أسعارها في حين أن الارتفاع في سعر الضريبة يؤثر سلباً على عوائد الأسهم.

ب. **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة لتنظيم تدفق النقود والائتمان في الاقتصاد، والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور[٣]، لقد حظيت العلاقة بين السياسة النقدية وأسعار الأسهم باهتمام عدة باحثين،ومن الدراسات التي يمكن ذكرها دراسة " Albtatel" والتي وجد فيها علاقة إيجابية وقوية بين القيم الحالية والسابقة للمعروض النقدي "M1,M2" وأسعار الأسهم في المملكة العربية السعودية وذلك خلال الفترة الممتدة من ١٩٨٥ – ١٩٩٥[٤]، أما دراسة كل من (البدري – الخوري) فلم تجد تأثيراً للمعروض النقدي على أسعار الأسهم في سوق عمان المالي وذلك خلال الفترة الممتدة من ١٩٧٨ – ١٩٩٤ وقد أرجعا ذلك إلى جهود السلطات النقدية الأردنية في تضييق التذبذبات في المعروض النقدي.

ويمكن القول أن الزيادة في المعروض من النقود مفيدة للاقتصاد وسوق الأسهم بشرط ألا تكون تضخمية، كما يميل الانخفاض في المعروض من النقود إلى كبح كل من الاقتصاد وسوق

---

[1] - Tobin .J, A general Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money Credit & Banking, Vol: 1, No: 1, 1969, p 15 – 29.

[٢] - سلام. عماد صالح، إدارة الأزمات في بوصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، المؤلف، أبو ظبي، ٢٠٠٢، ص ٤٢٦.

[٣] - الهندي. منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦٤.

[4] - Abdullah Albatal H, Macroeconomic Determination of Stock Prices in Saudi Arabia, Journal of The Gulf & Arabian Peninsula Studies, Kuwait University, Vol: 94, July 1999, p 208.

الأسهم[١]، أيضاً زيادة حجم الائتمان لدى البنوك من شأنه أن يرفع أسعار الأسهم في السوق، فعندما ترغب الحكومة (البنك المركزي) في زيادة حجم الائتمان فإنها تخفض النسبة التي يطلب من البنوك الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي، وبالتالي يصبح لدى البنوك من الأموال السائلة ما يمكنها من مواجهة الطلب من الجمهور الأمر الذي يؤدي إلى إنقاص كلفة الاقتراض وأسعار الفوائد مما يشجع على الاستثمار بالأسهم ويرفع أسعارها في السوق، والعكس بالعكس صحيح[٢].

ج. **معدل الفائدة:** وجد **"Pari & Chen"** بموجب دراسة قاما بها على عينة مكونة من ٢٩٠ شركة أمريكية خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٧٥- ١٩٨٠ أن لمعدل الفائدة تأثيراً عكسياً على أسعار الأسهم[٣] ، أما الكيلاني فقد وجد أن أسعار الفائدة ليس لها قدرة تنبؤية كبيرة بالأسعار السوقية للأسهم في بورصة عمان خلال الفترة ١٩٩٨ – ٢٠٠٢، حيث استطاع متغير معدل الفائدة أن يفسر ٤٦,٧ % فقط من التغير في أسعار الأسهم السوقية[٤]، وبشكل عام يمكن القول أن ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى إرتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر من إستثماره في الأسهم وبالتالي إنخفاض أسعارها، وعلى المستثمر عند اتخاذه للقرار الاستثماري أن يأخذ في اعتباره معدل الفائدة الخالي من المخاطر، حيث يجب أن تعطي الأسهم عائداً يفوق معدل الفائدة الخالي من المخاطر[٥]، وفي إطار النشاط الاقتصادي يؤدي الارتفاع في أسعار الفائدة إلى زيادة كلفة الاقتراض من قبل الشركات الأمر الذي سيؤثر على مستوى أرباحها إضافة إلى الانخفاض العام في مستوى الطلب للاقتصاد الذي سيؤثر سلباً على مبيعات الشركات المختلفة، أما في إطار السوق المالية فإن ارتفاع سعر الفائدة يجعل من سوق السندات أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين مقارنة بسوق الأسهم[٦].

---

[١] - فيربر. اسماي، كل شيء عن البورصة، مرجع سابق، ص ١٦٥.

[٢] - حماد. طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٣.

[3] - Pari – A. Robert, Son. Nan. Chen, An Empirical Test of The Arbitrage Pricing Theory, Journal of Financial Research, Vol: 7, No: 2, Summer 1984, p 121-130.

[٤] - الكيلاني. قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، مجلة الإداري، سلطنة عمان، العدد ١٠٩، حزيران ٢٠٠٧، ص ١١٣.

[٥] - الدسوقي. إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة – البورصة المصرية والأمريكية" دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠، ص ١٧٨.

[٦] - حيدر. فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم – منهج الإقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٢، ٢٠٠٢، ص ١٦٩.

د. **الناتج المحلي الإجمالي:** يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد، وقد أصبح هذا المفهوم منتشراً بصورة واسعة لدى جمهور المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة حيث أن اتجاه الناتج المحلي الإجمالي هو الذي يحدد بصورة أشمل أين كان الاقتصاد الوطني وأين هو الآن وإلى أين سوف يتجه، والناتج المحلي يمثل قيمة جميع السلع والخدمات التي أنتجت في الاقتصاد الوطني خلال فترة زمنية معينة تكون عادة سنة مالية واحدة، وسوف نشير فيما يلي إلى أهم مكونات الناتج المحلي الإجمالي[1]:

- الإنفاق على الاستهلاك الخاص: يمثل هذا الجزء من الناتج القومي القيمة السوقية لجميع البضائع والخدمات التي تم شراؤها من قبل الأفراد أو المؤسسات الخيرية أو تم الحصول عليها بصورة عينية، إن أهمية مراقبة هذا البند من الإنتاج القومي يكمن في مراقبة السلوك الإنفاقي للمستهلكين والتركيز على الشركات التي تنتج السلع والخدمات التي تلقى رواجاً من قبل المستهلكين.
- الإنفاق الحكومي على الاستهلاك: ويشكل هذا المبلغ قيمة السلع والخدمات المنتجة بغرض الاستخدام الذاتي في النشاط الجاري، وهو قيمة الإنتاج الإجمالي مطروحاً منه مجموع قيمة المبيعات السلعية وغير السلعية، والجدير بالذكر أن نفقات الحكومة تعتبر عنصراً هاماً من عناصر تحريك النشاط الاقتصادي.
- تكوين رأس المال الثابت: وهو إجمالي إنفاق قطاع الأعمال ومنتجي الخدمات الحكومية على الإضافات إلى الأصول الثابتة عن طريق الشراء أو الإنتاج الذاتي من السلع الجديدة المعمرة مطروحاً منه صافي المبيعات من الأصول المستعملة.
- التغير في قيمة الموجودات: وهي تقيس القيمة السوقية للتغير الطبيعي في المخزون خلال فترة محاسبية في المنشأة المالكة لكل المواد الأولية ونصف المصنعة والسلع التامة الصنع وهي المخزون من السلع الإستراتيجية العامة في حوزة قطاع الخدمات الحكومية.

لقد أجريت عدة دراسات هدفت لاختبار العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وبين أسعار الأسهم، ومن هذه الدراسات الدراسة التي قام بها (Fama) والتي وجد فيها علاقة إيجابية قوية بين أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية وبين الناتج المحلي الإجمالي[2]، وهي نفس النتيجة التي أدت إليها دراسة كل من (Tufte & Mukherjee & Naka) والتي لحظت أن الناتج المحلي الإجمالي يشكل قوة دافعة إيجابية لأسعار الأسهم الهندية وذلك خلال الفترة الممتدة من ١٩٦٠ –

[1] - حماد. طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني، مرجع سابق، ص ١٧٠.

[2] - Fama.Eugin, " Stock returns, expected returns, and real activity", Journal of Finance, vol:45, No:4, 1990, p 1089 – 1108.

١٩٩٥[١]، أما د. عماد صالح سلام فلم يجد في دراسته علاقة بين أسعار الأسهم المصرية وبين الناتج المحلي الإجمالي المصري وذلك خلال الفترة الممتدة من ١٩٩١ -١٩٩٩ [٢].

وعموماً يمكن القول أن نمو الناتج المحلي الإجمالي يعني زيادة في حجم النشاط الإقتصادي الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الانتعاش وزيادة التفاؤل بالمستقبل بما يزيد من حجم التعامل على الأوراق المالية وبالتالي ارتفاع أسعارها، والعكس بالعكس صحيح.

ه. **معدل التضخم:** يلاحظ من خلال السياسة المالية وأدوات السياسة النقدية وتطور حجم الناتج المحلي الإجمالي أن هناك علاقة تبادلية بين هذه السياسات ومعدلات التضخم التي قد تقترن بها، والتي يكون لها بالتالي آثار إيجابية أو سلبية على حركة سوق المال وأسعار الأوراق المالية[٣]، وعلى الرغم من أن بعض الدراسات قد لحظت وجود علاقة إيجابية بين معدل التضخم المتوقع وعائد السهم الاسمي المتوقع كدراسات " Gultekin " & "Firth" إلا أن معظم الدراسات التجريبية ومنها دراسات " Hasbrouck, Fama, Bodie" قد أظهرت علاقة سلبية بين معدلات التضخم وعوائد الأسهم[٤]، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على أسعار الأوراق المالية، وذلك لسببين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، السبب المباشر يتمثل في أن التقارير عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة المالية، وانخفاض في قيمتها السوقية تبعاً لذلك، أما السبب غير المباشر فمرجعه النظام الضريبي حيث أن الأصول تسجل بكلفتها التاريخية والتي تقل كثيراً عن كلفة إحلالها في فترات التضخم الأمر الذي يعني أن قسط الإهلاك سيكون أقل مما ينبغي أن يكون مما يؤدي إلى زيادة حجم الوعاء الضريبي وتحصيل ضرائب على أرباح صورية، مما يخفض من القيمة الحقيقية لأرباح المنشأة ويخفض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية[٥]، وبالمقابل فإن لارتفاع معدلات التضخم أثر إيجابي على ربحية الشركات، حيث أن ارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية وبالتالي زيادة الفائدة المدفوعة للقروض الأمر الذي من شأنه أن يخفض صافي

---

[1] - Naka.Atsuyki, Mmukherjee. Tarun, Tufte.David, Macroeconomic Variables and Performance of The Indian Stock Market, http: ideas.repec.org/ uno/ paper /1998-06 html.

[٢] - سلام.عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، المؤلف، أبو ظبي، ٢٠٠٢، ص ٤٢٦.

[٣] - الحضيري.حامد العربي، تقييم الاستثمارات، مرجع سابق، ص ١٧٨.

[٤] - البازعي.حمد بن سليمان، هل الأسهم ملاذ مناسب ضد التضخم: دراسة في العلاقة بين عوائد الأسهم و التضخم في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك مسعود، العلوم الإدارية، المجلد: ١١، العدد: ١، ١٩٩٩، ص ١-٢٨.

[٥] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٦٦.

الربح الخاضع للضريبة وأن يؤدي بالتبعية لتحقيق وفورات ضريبية[1]، ويرى "William "[2] أن العلاقة بين التضخم وعوائد الأسهم قد تكون سالبة أو موجبة ويعتمد ذلك على الهيكل المالي للشركة، ويقصد بالهيكل المالي الطريقة التي تمول بها الشركة نشاطاتها فقد تكون معتمدة اعتماداً كاملاً على الاقتراض أو قد تكون معتمدة على رأس المال أو على كليهما، وبذلك نجد أن تأثير التضخم قد يكون سلبياً أو إيجابياً على أسعار الأسهم في البورصة وإن ذلك يتحدد من خلال المفاضلة بين آثاره الإيجابية والمتعلقة بتحقيق وفورات ضريبية نتيجة ارتفاع معدلات الفوائد المدينة المدفوعة وَ آثاره السلبية سواء المباشرة والمتعلقة بارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، أو غير المباشرة والمتعلقة بدفع ضرائب على أرباح صورية نتيجة تسجيل أقساط الإهتلاك بأقل مما ينبغي أن تكون.

و. **أسعار الصرف:** لاحظ " Frankel" في دراسة أعدها وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم وسعر الصرف حيث أن ارتفاع أسعار الأسهم سيجذب التدفقات الرأسمالية والتي ستؤدي بدورها إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع سعر صرفها[3]، إلا أن الأدلة التجريبية تشير إلى وجود علاقة ضعيفة بينهما على مستوى الشركات فمثلاً بالنسبة للشركات اليابانية فقد وجد " He & Rao" أن ما نسبته ٢٥ % فقط من الشركات الدولية اليابانية من أصل عينة مكونة من ١٧١ شركة تأثرت أسعار أسهمها بتقلبات أسعار الصرف[4]، كما وجد "Ma&Rao" أن ارتفاع سعر الصرف يؤثر بشكل سلبي على سوق الأسهم في البلدان التي تصدر للخارج بشكل كبير، وبشكل إيجابي على سوق الأسهم في البلدان التي تستورد من الخارج بشكل كبير[5]، مما يعني أن تغيرات أسعار الصرف تكون متباينة على الاقتصاديات المحلية المختلفة بحيث أنها لا تأخذ نمطاً واحداً في كل البلدان، وهذا التباين ناجم عن اختلاف مرونات الطلب المحلي على السلع الأجنبية ومرونات الطلب الأجنبي على السلع المحلية إضافة إلى نوعية الشركات وهيكلها الإنتاجي[6]،

---

[1] - أرناؤوط.مهند، تحليل سلوك أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، رسالة دكتوراه بإشراف: د. عبد اللطيف عبد اللطيف، جامعة دمشق، ٢٠٠٨.

[2] - William Schwert, The Adjustment of Stock Price to Information about Inflation, The Journal of Finance, March, 1981, P 133.

[3] - Frankel. A. Jeffery, Monetary & Portfolio "Balance of The Determinant of Exchange Rates", Cambridge, ma, mit press, 1993, p 226.

[4] - He . J, L. K. Ng, The Foreign Exchange Exposure of Japanese Multinational Corporations, Journal of Finance, Vol: 53, No: 3, 1998, p 733-753.

[5] - Ma. C. k, Raw. g. w, On Exchange Rate Changes & Stock Price Reaction, Journal of Business Finance & Accounting, Vol: 17, 1990, p 441 – 449.

[6] - حيدر. فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم – منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٢، ص ١٦٧.

وبصورة عامة يمكن القول أن ارتفاع سعر الصرف وقوة العملة المحلية مفيدة لسوق الأسهم حيث أنها تشجع الاستثمار الأجنبي، في حين أن ضعف العملة المحلية له تأثير سلبي على الأسواق المالية حيث يثبط المستثمرين الأجانب.

ويمكن القول أن كل متغير اقتصادي مهما كان تأثيره الإيجابي على أسعار الأسهم لا يخلو في بعض الأحيان من تأثيرات سلبية حتى ولو بعد انقضاء مدة من الزمن وبالتالي تصبح الموازنة بين التأثيرين من العوامل المؤثرة على إضعاف قوة العلاقة بين العوامل الاقتصادية الكلية من جهة وأسعار الأسهم من جهة أخرى.

وإنه من خلال قيام المحلل المالي بدراسة وتحليل المتغيرات الاقتصادية المذكورة، فإنه حتماً سيتوصل إلى عدد من المؤشرات التي تعبر عن اتجاهات الظروف الاقتصادية الكلية للدولة، إلى جانب ظروف واعتبارات أخرى على مستوى الصناعة والمنشأة، والتي قد تكون أساساً يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ باتجاهات أسعار الأوراق المالية، وتأخذ هذه المؤشرات عدة أشكال وفقاً لزمن حدوثها، فمنها ما يسبق الأحداث الاقتصادية، ومنها ما يتزامن معها، ومنها كذلك ما يلحق بالأحداث ... وذلك على النحو التالي[1]:

- المؤشرات التي تسبق الأحداث: وهي مجموعة متغيرات اقتصادية تتأثر بمجالات الرواج والكساد ومن بين هذه المؤشرات: (متوسط عدد ساعات العمل للمنتج أسبوعياً، قيمة شراء عدد وآلات المصانع الجديدة، المعروض بالأسواق من النقود..).
- المؤشرات التي تواكب الأحداث: وهي مجموعة المؤشرات التي تتغير خلال الفترة التي يحدث فيها التغير في الظروف الاقتصادية العامة، ومن بينها (مؤشر الإنتاج الصناعي، حجم النشاط الصناعي والتجاري، معدل النمو الاقتصادي...).
- المؤشرات اللاحقة للأحداث: وهي مجموعة المؤشرات التي تتغير بتغير الظروف الاقتصادية العامة، أو هي تلك المؤشرات التي يحدث فيها التغير تبعاً للظروف الاقتصادية العامة، ومن أمثلتها (متوسط فترة البطالة، معدل التضخم، متوسط سعر الفائدة، القروض الصناعية والتجارية...)، وهذا النوع من المؤشرات لا يحظى باهتمام كبير لأن تأثيرها قد انعكس بالفعل على أسعار الأسهم[2].

---

[1] - الحضيري.حامد العربي، تقييم الاستثمارات، مرجع سابق، ص ١٨١.

[2] - Fischer. E. Donald, Jordan. J. Ronald, Security Analysis & Portfolio Management, Prentice – hall International inc, USA, 1989, p 133.

٢. **تحليل ظروف الصناعة وكيفية الاستفادة منها:** على المستثمر الذي يبحث عن فرص الاستثمار المناسبة، بعد التعرف على النظام الاقتصادي ككل، أن يبدأ بفحص ودراسة قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة لاختيار قطاع معين للاستثمار وذلك لأن أي منشأة تنتمي لقطاع لا بد وأن تتأثر بما يحدث في هذا القطاع بدرجة ما، ويقصد بتحليل الصناعة فحص ودراسة نوع النشاط الذي ينتمي إليه إستثمار معين، حيث أن الشركات داخل قطاع ما سوف تتفق في خصائص متشابهة وتتعرض لعوامل اقتصادية واجتماعية متشابهة[١].

ويقوم المحترفون بتحليل الصناعة لأنهم يشعرون بأن ذلك يساعدهم في تمييز الفرص الاستثمارية المربحة، فدراسة ظروف الصناعة تمكنهم من تحديد اتجاهات الصناعات المختلفة وأن يختاروا منها ما يعتبر إستثماراً جيداً، وقد أظهرت دراسات عديدة وجود نماذج متميزة في معدلات العائد ومقاييس المخاطرة في صناعات مختلفة[٢].

ولقد حظي موضوع تحليل ظروف الصناعة وأثره على أسعار الأسهم باهتمام واسع من قبل الباحثين، ومن الدراسات التي يمكن ذكرها دراسة " King" والتي أجراها على أسعار الإقفال الشهرية لـ ٣٦ شركة في ست صناعات خلال الفترة الممتدة من حزيران ١٩٢٧ ولغاية كانون الأول من عام ١٩٦٠ والتي أثبت من خلالها أن أسعار الأسهم في نفس الصناعة تتغير بشكل متشابه وأن ٢٠ % من التغيرات في أسعار الأسهم تعزى لظروف داخل الصناعة[٣]، وكذلك يمكن ذكر دراسة " Livingston" والتي درس فيها تغيرات أسعار الأسهم لـ ٥٠ شركة تنتمي لـ ١٠ صناعات خلال الفترة الممتدة من ١٩٦٦ ولغاية ١٩٧٠، حيث وجد أن تحركات أسعار أسهم الشركات داخل الصناعة الواحدة تتحرك بنفس الاتجاه وأن ما نسبته ١٨% من التغيرات في أسعار الأسهم تعزى لظروف الصناعة[٤]، أما "Reilly" فقد هدفت دراسته لاختبار استقرار أداء الصناعة عبر الزمن وتوصل لنتيجة مفادها أن الماضي لا يعتبر مؤشراً للمستقبل وأن الصناعات التي تحقق ربحية مرتفعة في فترة معينة ليس من الضروري أن تحقق نفس المستوى من الربحية في فترة قادمة، كذلك وجد أن الشركات التي تنتمي لصناعة تتمتع بدرجة عالية من النمو وعائد مرتفع عادةً ما يكون أداؤها هي الأخرى متميز على أن درجة التميز تختلف عادة من شركة إلى أخرى داخل نفس الصناعة وذلك بسبب الظروف الخاصة بكل شركة، إلا أن هذا لا يعني عدم جدوى تحليل ظروف الصناعة بل يعني أن التحليل على

---

[١] - العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٣٩.

[٢] - جابر.محمد صالح، الاستثمار في الأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني، مرجع سابق، ص ٤٣.

[3] - King. F. Benjamin, Market & Industry Factors In Stock Price Behavior, Journal of Business, Vol: 39, No: 1, January 1966, p 139 – 190.

[4] - Livingston. Miles, Industry Movements of Common Stocks, Journal of Finance, Vol: 32, No: 3, June 1977, p 861-874.

مستوى الشركة ينبغي أن يقتصر فقط على تلك الشركات التي أظهرت تبايناً في العائد وهذا من شأنه أن يقلل الجهد المطلوب عند الانتقال إلى مرحلة تحليل ظروف الشركة[١].

ويمكن القول أنه من خلال دراسة النماذج الخاصة بدورات النشاط وخصائص كل دورة يمكن للمستثمر توقيت شراء أسهم مختلف الصناعات ومن ثم تحقيق أهدافه حيث يلاحظ أنه خلال مرحلة النمو الاقتصادي تزداد أسعار أسهم الشركات التي تتصف بالموسمية، بينما خلال مرحلة الكساد تتجه الأسعار إلى الانخفاض مثل أسهم شركات السيارات، البناء والتشييد، الحديد والصلب، صناعات الألومونيوم، الصناعات الكيماوية والأخشاب، وطالما أن هذه الأسهم أكثر استجابة للتغير نتيجة حدوث تغير في النشاط الاقتصادي فإن المستثمر يشتري هذه الأسهم في المرحلة المبكرة من التوسع، كما نلاحظ أنه من المناسب الاستثمار في الأسهم المالية عندما تكون هناك بوادر على زوال الكساد حيث يكون معدل الفائدة أقل ما يمكن، أما في مرحلة النمو والتوسع فإنه من المناسب الاستثمار في أسهم الشركات التي تنتج سلع رأسمالية تستفيد من المبيعات في قطاع النشاط[٢].

ويجب عند تحليل الصناعة أن يتم التركيز على العديد من الجوانب منها[٣]:

- طبيعة الصناعة وهذا فيما يتعلق بنوع النشاط الذي تمارسه.
- قيود الصناعة المفروضة من قبل الحكومة واتجاهاتها بخصوص هذه الصناعة ودرجة تأثيرها على النشاط في هذا المجال.
- درجة التقدم التكنولوجي ودرجة التطور والاستمرار المتوقع لهذه الصناعة.
- معدلات الأداء المختلفة داخل هذا النشاط وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه مثل العرض والطلب.
- المبيعات السابقة وتطورها ومعدلات الأسعار الخاصة بها وهيكل أسعار المنتجات لديها.
- ظروف العمالة داخل الصناعة ونماذج التكلفة المتعلقة بها.
- أثر المنافسة العالمية على السوق المحلي والأسواق الأجنبية التي تتعامل معها الصناعة والسياسات المتعلقة بها، ولا بد من الإشارة إلى أن تأثير درجة المنافسة داخل الصناعة على الشركات التي تنتمي إليها تختلف من شركة إلى أخرى[٤].
- أسعار الأسهم في الشركات مقارنةً بالعائد منها.

---

[١] - الهندي.منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧، ص ٣١٨.

[٢] - حنفي.عبد الغفار، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم – سندات – وثائق استثمار- خيارات، الدار الجامعية، كلية التجارة- جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٢٢١.

[٣] - العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٣٩.

[4] - Klein. J. Peter, Getting Started In Security Analysis, John Wiley & Sons, Inc, NewYork, 1998, P237.

أدوات تحليل ظروف الصناعة: من أكثر أدوات تحليل الصناعة شيوعاً: تحليل دورة حياة الصناعة، التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والتنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة.

أ. **دورة حياة الصناعة:** وهي من الأدوات التي تساعد على التنبؤ بمبيعات الصناعة، حيث يتم ملاحظة تطور الصناعة بمرور الزمن وتقسيم عملية تطويرها إلى مراحل تشبه المراحل التي يمر بها الإنسان منذ ميلاده ثم طفولته وفترة المراهقة ومتوسط العمر وأرذل العمر، وعموماً يوجد نموذج مكون من خمس مراحل كما يلي[1]:

- **مرحلة التطوير الأولي:** خلال هذه المرحلة تحقق الصناعة مبيعات متواضعة وهوامش ربح قليلة إن لم تكن معدومة، وتتحمل الشركة تكاليف تطويرها وعادة ما يكون التدفق النقدي سلبياً حيث يتم إعادة استثمار النقد لتمويل النمو، وعادة ما يتم تخصيص موارد التمويل الخارجية للنمو المالي، ولأننا غير متأكدين من مستقبل الصناعة والمنافسة القادمة فإنه من الصعب تحديد الفائز في هذه المرحلة.
- **مرحلة النمو والصعود السريع:** خلال هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج أو الخدمة ويزداد الطلب بصورة كبيرة، ونجد أن العدد المحدود من الشركات في هذه الصناعة يواجه منافسة قليلة، وتكون هوامش الربح مرتفعة جداً، وإن هذه الشركات ربما تهتم أكثر بالأهداف الاستثمارية إذا لم تكن أسهمها مرتفعة الثمن ولذلك ربما تدفع توزيعات نقدية منخفضة لاحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح من أجل النمو.
- **مرحلة النمو الناضج:** يلبي النجاح الذي تحقق في المرحلة الثانية معظم الطلب على بضائع أو خدمات هذه الصناعة، ويستمر النمو السريع للمبيعات وهوامش الربح التاريخية في جذب المنافسين إلى هذه الصناعة، وسوف تستقر بعد ذلك هوامش الربح وتبدأ في الانخفاض إلى المستويات العادية، وترتفع أرباح الأسهم الموزعة عن المستويات المنخفضة في المرحلة السابقة.
- **مرحلة الاستقرار ونضج السوق:** خلال هذه المرحلة والتي ربما تكون أطول مرحلة يصل معدل نمو الصناعة إلى معدل النمو الاقتصادي الكلي أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه الصناعة، وتتساوى معدلات العائد مع المستويات التنافسية الأخرى بل من الممكن أن تقل، ويتم دفع توزيعات أرباح الأسهم لأن الشركات في هذه المرحلة قد تواجه صعوبة في العثور على فرص لإعادة الاستثمار.

[1] - جابر.محمد صالح، الاستثمار بالأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، مرجع سابق، ص ٦٥.

- **مرحلة اكتمال النمو والتراجع:** في هذه المرحلة من النضج نجد أن نمو مبيعات الصناعة ينخفض بسبب التغير في الطلب أو نمو البدائل، وتستمر الضغوط على هوامش الربح وتحقق بعض الشركات أرباحاً منخفضة، بينما يحقق البعض الآخر خسائر.

ب. **التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:** يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب، والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد الذي يقتضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بيم حجم مبيعات الصناعة وبين العوامل المؤثرة عليه، وهو ما يستلزم بطبيعة الحال توافر بيانات تاريخية عن تلك المتغيرات حتى آخر سنة[1]، وفي ظل الأسلوب المذكور ستظهر العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في صورة معادلة خط الانحدار، على النحو التالي:

$$D_x = a + b_1P_x + b_2Y + b_3P_z$$

حيث :

D_x = القيمة المطلوبة من سلعة.

a = قيمة ثابتة.

Px = سعر الوحدة.

Y = دخل المستهلك.

Pz = أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة.

b_1, b_2, b_3 = المعاملات الواجب تقديرها، تسمى المعالم.

ج. **التنبؤ بمعدل نمو الربحية:** ينبغي توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الإنحدار بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل، وفي هذا الصدد يوجد مدخلين للأسلوب البياني: الشكل الحسابي والشكل البياني نصف أللوغاريتمي، ووفقاً للمدخل اللوغاريتمي يقاس معدل النمو رياضياً خلال فترة معينة بالمعادلة التالية[2]:

[1] - الهندي.منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٨.

[2] - Francis. J, Investment Analysis & Management (4th ed), N.Y, McGraw – Hill, 1986, p 497.

$$(١ + و)^{ف} = ر_{ن} / ر_{صفر}$$

حيث:

و: معدل النمو.

ف: عدد الفترات التي يحسب على أساسها معدل النمو وهي تساوي (ن – ١).

ن: تمثل عدد السنوات التي تتوافر عنها البيانات.

ر: حجم الأرباح.

وفقاً للمعادلة السابقة يمكن حساب معدل النمو تاريخياً، ويمكن من خلال معادلة الانحدار نصف اللوغاريتمي التالية التنبؤ بمعدل النمو في السنوات المستقبلية[1]:

$$\text{لوهـ } (ر) = أ + ب\ س$$

حيث:

لوهـ (ر) : التغير في اللوغاريتم الطبيعي للأرباح.

ر: حجم الربحية (المتغير التابع) في قيمة لوغاريتمية.

ب: ميل خط الانحدار أو معامل الانحدار الذي يقيس التغير في اللوغاريتم الطبيعي للأرباح الناجم عن تغير مقدار وحدة واحدة في عنصر الزمن.

س: السنة (المتغير المستقل).

[1] - Radcliffe. R, Investment: Concepts, Analysis, and Strategy, (3th ed), Scott, Foreman & Comp, 1982, p 489-490.

٣. **تحليل الشركة:** يتمثل تحليل الشركة في فحص ودراسة جميع الجوانب المالية التي تمكن المستثمر من فهم طبيعة وخصائص العمليات المالية للشركة المصدرة للأوراق المالية، ويعتمد هذا التحليل على أن قيمة السهم تتأثر بأداء الشركة القائمة بإصدار الاستثمارات المالية فإذا كان من المتوقع أن الأداء الاقتصادي للشركة سيكون قوياً فإن ذلك ينعكس على أسعار الأسهم مع الأخذ في الاعتبار درجة المخاطرة التي يتعرض لها.[١]

أ. عناصر التحليل: تنقسم عناصر التحليل إلى مجموعتين[٢]:

- تحليل كمي: يشمل تحليل المستندات والتقارير والوثائق التي تصدرها الشركة مثل حساب الأرباح والخسائر، الميزانية العمومية، التدفقات النقدية، وذلك إضافة إلى المعلومات التي تتضمنها هذه المستندات مثل التكاليف، الأسعار، المبيعات.. ومختلف الالتزامات الأخرى.
- تحليل نوعي: وهو الذي يعالج مواضيع غير مبينة بأرقام مثل طبيعة العمل، مركز الشركة التنافسي في القطاع الذي تنتمي إليه، مدى كثافة المنافسة في السوق الخاص بمنتجات الشركة، مركز الإدارة وقدرتها على معالجة المشاكل والظروف المتجددة، وأخيراً توقعات مستقبل الشركة والقطاع في الأمد البعيد.

جميع هذه العوامل لا تظهر بالتقارير التي تعدها الشركة وبالتالي على المحلل المالي البحث عن مصادر متعددة للوصول إلى إجابات دقيقة وواضحة لهذه المسائل والتي تنعكس على الحكم على مصداقية الأرقام الواردة بالقوائم المالية التي سيقوم بدراستها.

ب. الأساليب المستخدمة في تحليل الشركة[٣]: تتعدد الأساليب المستخدمة في تحليل الشركة ومنها مايلي:

- النماذج الاحتمالية: حيث تتم دراسة درجة حساسية الاستثمار للمتغيرات الاقتصادية ذات الأهمية.
- نماذج الاقتصاد القياسي: وهي تساعد على إمكانية تقدير بعض المتغيرات في المستقبل على أساس علاقتها بمتغيرات أخرى وتفيد في القياس الكمي وتقدير المخاطر والعديد من المتغيرات مثل حجم الاستهلاك المتوقع ومعدلات التضخم.

---

[١] - العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٤٠.

[٢] - حماد.طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٧٩.

[٣] - محمد.ثناء عطية فراج، تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، ١٩٩١، ص ٦٦- ٧٠.

- تحليل المدخلات والمخرجات: يفيد هذا التحليل في حالات تداخلات وتأثيرات الصناعات والقطاعات المختلفة وذلك في حال ما إذا كانت مخرجات إحدى الشركات مدخلات لشركة أو لشركات أخرى.
- تحليل القوائم المالية: حيث يفيد في التعرف على النماذج والسياسات التي تتبعها الشركة، ويتم ذلك باستخدام المؤشرات أو النسب المالية.

وفي هذا البحث سوف تتطرق الباحثة إلى شرح الأسلوب الرابع في التحليل وهو أسلوب تحليل القوائم المالية من خلال التعريف بالقوائم المالية وأهميتها، وشرح لأهم النسب المالية المستخدمة في تقييم المركز المالي للشركة وتفسير هذه النسب.

١. **القوائم المالية وأهميتها:** تعتبر القوائم المالية حجر الأساس في عملية التحليل المالي للشركة، لأنها تمكن المحلل من تطوير رأي حول النتائج التشغيلية والمركز المالي للشركة، وسوف نتناول ثلاث قوائم رئيسة:

- قائمة المركز المالي.
- قائمة الدخل.
- قائمة التدفقات النقدية.

أ. **قائمة المركز المالي:** هي عبارة عن ملخص للمركز المالي والوضع الاقتصادي للشركة في لحظة زمنية معينة قد تكون أقل من سنة أو سنة واحدة [١]، وتعرف قائمة المركز المالي أيضاً بأنها "صورة فوتوغرافية لحظية للوضع المالي للشركة "[٢]، ويمكن من خلال بنود قائمة المركز المالي استخلاص عدد من المعلومات والمؤشرات المهمة في تقييم الوضع المالي للمنشأة منها:

- معلومات حول أصول وخصوم وحقوق الملكية للمشروع وعلاقة هذه العناصر ببعضها البعض في تاريخ معين.
- تقييم هيكلية الملكية للمشروع: هيكل موارد المشروع والأقسام الرئيسية للأصول والهيكل التمويلي[٣].
- حساب معدلات العائد على الاستثمار.

---

[١] - لطفي.أمين السيد أحمد، التحليل المالي للتقارير والقوائم المحاسبية لأغراض تقييم أداء الشركات وخططها المستقبلية والاستثمارات في الأوراق المالية بالبورصة، مصر، القاهرة، دار النهضة العربية، ١٩٩٨، ص ٥٤.

[٢] - حنان.رضوان حلوة، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في النظرية المحاسبية، عمان، دار وائل للنشر، ٢٠٠٣.

[٣] - الدهراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، مصر الإسكندرية، ص ١٥٥.

- درجة السيولة: وذلك بتحديد رأس المال العامل وتقييم قدرة الشركة على سداد الالتزامات قصيرة الأجل وهو ما يعكس مركز السيولة للشركة.
- درجة المرونة المالية فهي تعبر عن قدرة الشركة في اتخاذ الإجراءات الفعالة لتحسين مركزها الاقتصادي، كما تعكس قدرة الشركة على اتخاذ القرارات اللازمة لتغيير مقدار وتوقيت التدفقات النقدية مما يساعد على تلبية الاحتياجات النقدية واستغلال فرص الاستثمار غير المتوقعة[1].
- معادلات قائمة المركز المالي[2]:
  - الموجودات = المطلوبات + حقوق المساهمين.
  - الموجودات = الموجودات المتداولة + الموجودات الثابتة + موجودات أخرى.
  - المطلوبات = المطلوبات المتداولة + المطلوبات طويلة الأجل + مطلوبات أخرى.
  - حقوق المساهمين = رأس المال + الاحتياطيات والأرباح المحتجزة (الخسائر المتراكمة) + التغير في القيمة العادلة للموجودات أو الاستثمارات + الأرباح المقترح توزيعها- أسهم الخزينة.
- محددات استخدام قائمة المركز المالي[3]:
  - تعبر قائمة المركز المالي عن الوضع المالي للشركة في لحظة ما، بينما لا تعكس الأوضاع المالية خلال السنة المالية، وبالتالي لا تبين تطورات الأحداث خلال الفترة المالية.
  - قد يتزامن وقت إعدادها بشكل دوري مع الوقت الذي يكون فيه نشاط الشركة في حده الأدنى أو الأعلى، وبالتالي لا تعكس النشاط الطبيعي للعمل في الشركة.
  - يتم إعداد القائمة المالية على الأساس التاريخي وتظهر بعض بنودها بقيمها التاريخية (قيمة الشراء التي تمثل تكلفة الحصول عليها)، بينما لا تعبر عن القيمة الحالية للأصل.
  - تتأثر بعض بنودها بالأساليب المحاسبية مثل إستهلاك الموجودات الثابتة، مما يؤدي إلى اختلاف قيمها الواردة في الميزانية عن قيمها في السوق.
  - يدخل عنصر التقدير في تحديد بعض القيم، مثل تقدير حجم الديون المشكوك في تحصيلها.

---

[1] - Kieso, E. Donald & Weygandt J.J, Intermediate Accounting, John Wiley & Sons, P 205.

[2] - Stephen H. Penman, Financial Statements Analysis & Security Valuation, McGrow – Hill, Singapore, 2007.

[3] - ربابعة.عبد الرؤوف، حطاب.سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ٢٠٠٦.

- تتأثر بالقرارات الإدارية مثل عمليات التزيين في نهاية العام.
- تقتصر قائمة المركز المالي على الأصول التي يتم الحصول عليها من خلال العمليات التي يقوم بها المشروع ويتم تسجيلها بالدفاتر، غير أن هناك أصول عديدة ذات قيمة عالية بالنسبة للمشروع ولا تظهر بقائمة المركز المالي مثل عنصر الموارد البشرية والتي لا يمكن قياسها وفقاً للمبادئ المحاسبية المطبقة حالياً رغم ما تمثله من قيم اقتصادية ومنافع مستقبلية للمشروع[١].

ب. **قائمة الدخل:** هي القائمة المالية التي تلخص المعاملات التي تولد إيرادات للشركة نتيجة لبيع منتجاتها أو تأدية خدماتها، وكذلك المعاملات التي ينتج عنها مصروفات على الشركة، ومن خلال تلخيص الإيرادات والمصروفات فإن هذه القائمة تقدم صورة للأرباح الناتجة عن عمليات الشركة خلال مدة معينة[٢]، ويمكن من خلال قائمة الدخل استخلاص عدد من المعلومات والمؤشرات المهمة في تقييم الوضع المالي للمنشأة منها[٣] :

- تقييم جدوى الاستثمارات وعوائدها.
- تقييم كفاءة إدارة المشروع وفعاليتها.
- يهتم المستثمرين بقائمة الدخل في الحكم على ربحية المشروع وتحديد قيمة الاستثمارات والديون، حيث أن ربحية المشروع تنعكس على أسعار السوق للأسهم وكذلك تزيد من قدرته على سداد التوزيعات والفوائد.
- كما أن المستثمرين يمكنهم استخدام المعلومات في قائمة الربح لتقييم الأداء الخاص بالشركة في السنوات السابقة[٤].
- **معادلة قائمة الدخل[٥] :** صافي الربح بعد الضريبة = مجموع الإيرادات – مجموع المصاريف – ضريبة الدخل.

---

[١] - الدهراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، مرجع سابق، ص ١١٣.

[٢] - حماد.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ١٦١.

[3] - FASB, Statement of Financial Accounting Standard No 1, "Objectives of Financial Reporting By Business Enterprises", Standford Conn, NewYork, November, 1978.

[٤] - الدهراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، مرجع سابق، ص ٥٧.

[5] - Stephen H. Penman, Financial Statements Analysis & Security Valuation, McGrow – Hill, Singapore, 2007.

- **من عيوب قائمة الدخل[1] :**
  - إن جودة العائد المحاسبي تتأثر سلبياً باستخدام الطرق المحاسبية أو القرارت الاستثمارية والتمويلية الأخرى التي قد تزيد من صافي الربح المحاسبي في الأجل الطويل.

ج. قائمة التدفق النقدي: هي القائمة المالية التي تبين التغيرات التي تحدث في الأنواع المختلفة من التدفقات النقدية للشركة خلال فترة زمنية معينة.

- تصنف قائمة التدفق النقدي إلى البنود الرئيسية التالية[2] :
  - الأنشطة التشغيلية : عبارة عن الأنشطة الرئيسية المولدة لإيرادات المنشأة وكذلك الأنشطة الأخرى التي لا تعتبر أنشطة استثمارية أو تمويلية .
  - الأنشطة الاستثمارية: عبارة عن الأنشطة المتعلقة بالحصول على أو التخلص من الموجودات طويلة الأجل بالإضافة إلى الاستثمارات الأخرى التي لا تعتبر نقدية معادلة
  - الأنشطة التمويلية : عبارة عن الأنشطة التي ينتج عنها تغييرات في حجم ومكونات حقوق الملكية و القروض الخاصة بالمنشأة.
- **أهمية قائمة التدفقات النقدية:**
  - يعتبر الهدف الأساسي من إعداد هذه القائمة هو تقديم المعلومات المهمة عن النقدية الواردة والصادرة خلال فترة مالية معينة، والتي بدورها تفيد فيما يلي:
    - النقد، وليس صافي الربح هو الذي يستخدم في الوفاء بإلتزامات الشركة (سداد الديون وفوائدها).
    - يقيس قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية من العمليات مما يؤدي إلى زيادة سيولة الشركة وزيادة قدرتها على الاستثمار.
    - قد تحقق الشركة أرباحاً بينما تكون لديها نقاط ضعف في النقدية، والعكس بالعكس صحيح .
  - إن قائمة التدفقات النقدية تفيد بشكل كبير في الإفصاح عن التدفقات المتاحة لدفع الديون للمقرضين، ودفع العوائد والتوزيعات للمساهمين، وبالمثل فإن المساهم سيقوم بالإستثمار في الشركة إذا ما اعتقد بأنه سيحصل على تدفقات نقدية داخلة من العمليات التشغيلية

---

[1] - الدهراوي.كمال الدين، أثر عقود الحوافز وشروط المديونية على سلوك الإدارة عند إعداد التقارير الخارجية، مجلة كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٤٧، ١٩٩٤.

[2] - معايير المحاسبة الدولية، المعيار رقم ٧ .

أكثر من التدفقات الخارجة، لأن هذا النقد هو الذي سيستخدم لدفع التوزيعات النقدية المستقبلية[١].

- توفر قائمة التدفقات النقدية معلومات يصعب الحصول عليها من القوائم المالية التقليدية الأخرى، حيث يمكن استخدامها في تقييم الإنجاز المالي للشركة التي تعتبر مكملاً للمعلومات المستخلصة من القوائم المالية التقليدية[٢].
- تعطي قائمة التدفقات النقدية صورة كاملة عن سياسات وقرارات الإدارة في الأنشطة التشغيلية والاستثمارية و التمويلية[٣].
- يكشف صافي التدفق النقدي من التشغيل عن بعض الأمور الهامة التي لا توضحها بيانات قائمة الدخل في الحكم عن مدى نجاح الشركة وإمكانية إستمرارها[٤].

---

[١] - ربابعة.عبد الرؤوف – حطاب. سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ٢٠٠٦.

[2] - Henderson, S & Peirson, G, Issues in Financial Accounting, 9th Ed, Longman, Australian, 2000, P 573.

[٣] - الوابل.وابل علي، المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية: دراسة تحليلية مقارنة بالقياس إلى الأرباح المحاسبية، مجلة الإدارة العامة، المجلد السادس والثلاثون، العدد الثاني، أغسطس، ١٩٩٦، ص ٢٣٠.

[٤] - الجواهري.علي محمد، أهمية بيانات التدفق النقدي لمستخدمي القوائم المالية: دراسة تحليلية مقارنة، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، السنة الحادية عشر، ١٩٩١، ص ٤٥.

٢. التحليل باستخدام النسب المالية:

أ. أساليب التحليل المالي[١] :

١. **التحليل الرأسي:** يهدف هذا الأسلوب إلى إبراز الأهمية النسبية لأحد العناصر أو لكل العناصر التي تشكل مجموعة معينة في أحد القوائم المالية من جهة، ولإظهار الأهمية النسبية للمجموعات الفرعية التي تشكل مجموع أحد القوائم من جهة أخرى.

٢. **التحليل الأفقي وتحليل الاتجاه:** يوصف هذا الأسلوب أنه أسلوب حركي ديناميكي بعكس الأسلوب السابق الذي يوصف بأنه تحليل سكوني وثابت، ويقوم أسلوب التحليل الأفقي على إظهار التغيرات التي تطرأ على عناصر القوائم المالية خلال عدة فترات زمنية بهدف دراسة التطورات التي حصلت عبر الزمن، ومن أجل التنبؤ بالتغيرات المستقبلية التي يمكن أن تطرأ مستقبلاً.

٣. **التحليل باستخدام النسب المالية:** النسبة المالية هي علاقة بين بندين من بنود القوائم المالية، في لحظة زمنية معينة أو خلال فترة زمنية ،والغرض من دراستها هو الوصول إلى دلالات معنوية عن الوضع المالي للشركة، ويجب الانتباه إلى أن حساب أي نسبة مالية لا يفيد المحلل المالي في شيء مالم يتم إجراء المقارنات بين النسب المختلفة التي قام باستخراجها، وتأخذ هذه المقارنات عادة عدة أشكال[٢]:

- مقارنة النسب الحالية مع المستخرجة من بيانات الماضي، بهدف دراسة تطور الوضع المالي للشركة عبر الزمن.
- مقارنة النسب العائدة للشركة مع النسب المماثلة للشركات الأخرى، بعدف معرفة مدى نجاح الشركة في أعمالها مقارنة مع المنافسين.
- مقارنة النسب العائدة للمصرف مع النسب المعيارية الخاصة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة داخل البلد أو مع النسب المعيارية الدولية.

- **محددات استخدام النسب المالية:**

١. ترجع بعض عيوب النسب المالية إلى العيوب الموجودة في القوائم المالية، والتي يتم الربط بين بنودها من خلال النسب المالية.

٢. اختلاف الأسس والإجراءات المحاسبية يؤدي إلى اختلاف في المقارنة، مما يؤدي إلى ضعف الفائدة من النسبة المالية[٣].

---

[١] - فلوح.صافي، المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات، مطبعة الداوودي، سورية، دمشق، ٢٠٠٠، ط ١٠، ص ١١٧.

[٢] - فلوح.صافي، المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات، مرجع سابق، ص ١٧٢.

[٣] - ربابعة.عبد الرؤوف – حطاب.سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق، هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٦.

٣. عمليات المقارنة قد تكون مربكة بسبب عدم وجود نسب معيارية للمقارنة بها، فمن الصعب تعميم القول أن معدل معين جيد أو سيء، فمثلاً معدل سيولة سريعة عالي قد يظهر مركز سيولة قوي، أو قد يظهر نقدية سائلة كبيرة والذي يعتبر سيئاً لأن النقدية أصل غير منتج[١].

- **أنواع النسب المالية**: يمكن تقسيم النسب المالية حسب الهدف منها إلى المجموعات التالية:
  - نسب السيولة.
  - نسب الربحية.
  - نسب إدارة الأصول.
  - نسب المديونية.
  - نسب التغطية.
  - نسب السوق (النسب الاستثمارية).

وفيما يلي جداول توضح فيها أهم هذه النسب وطريقة احتسابها ومدلولاتها[٢] :

---

[١] - الدراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، مرجع سابق، ص ٢٢٨.

[٢] - أنظر إلى:

- الحيالي.وليد، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، ٢٠٠٤،
- الحيالي.وليد –البطمة. محمد عثمان، التحليل المالي، دار حنين، ط١، عمان، ١٩٩٦،
- الجمعية السعودية للمحاسبة، المعلومات المحاسبية ودورها في الأسواق والأسهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥،
- الجمعية السعودية للمحاسبة، تحليل القوائم المالية وعلاقتها بسعر السهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٦.
- الصياح.عبد الستار مصطفى – العامري.سعود جايد مشكور، الإدارة المالية، ط١، دار وائل، عمان، الأردن، ٢٠٠٦.
- النعيمي.عدنان تايه- الساقي.سعدون مهدي – وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، ط١، عمان، ١٩٩٩.
- ربابعة.عبد الرؤوف – حطاب.سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ٢٠٠٦.
- الدهراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، مرجع سابق، ص ٢٢٨
- عقل.مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط١، عمان، ٢٠٠٦.
- الحسيني.فلاح حسن عداي – الدوري.مؤيد عبد الرحمن، إدارة البنوك: مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٠.
- حنفي.عبد الغفار – قرياقص.رسمية، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة الشباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
- الدوري.مؤيد عبد الرحمن – أبو زناد.نور الدين، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣.
- عوض الله.عبد المنعم – وآخرون، تحليل ونقد القوائم المالية: أساسيات وتطوير، ط١، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، ٢٠٠١.
- Brigham, F. E, et. al, Intermidiate Financial Management, 5th ed, theDryden Press, 1999.
- Frank J. Fabozzi & Peterson, Financial Management & Analysis, John Willey & Sons, Inc, 2ed, 2003.
- Mayes R, Timothy & Shank M Todd, Financial Analysis with Microsoft Excel, Harcourt Inc, 2001.
- Stickney P .Clyde & Brown R. Paul, Financial Reporting & Statement Analysis a Strategic Prespective, 4th ed, Dryden Press, 2000.

١. **نسب السيولة:** وتهدف هذه النسب إلى تحديد قدرة المنشأة على سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
نسبة التداول	مجموع الموجودات المتداولة / مجموع المطلوبات المتداولة	• تقيس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها التي تستحق خلال مدة قصيرة (سنة واحدة أو دورة تشغيلية أيهما أطول). • كلما ارتفعت نسبة التداول كلما كان ذلك مؤشر إيجابيًا ويدل على قدرة أفضل للشركة على مواجهة التزاماتها المستحقة، وكلما انخفضت كلما كان ذلك مؤشرًا سلبيًا يشير إلى تدهور قدرة الشركة لمواجهة تلك الالتزامات. • كما أن ارتفاع نسبة السيولة أكثر من اللازم مؤشر غير إيجابي ويشير إلى عدم قدرة الإدارة على إدارة السيولة المتوفرة بالشكل المطلوب. • هناك علاقة عكسية بين السيولة والربحية، وذلك لان المحافظة على سيولة عالية يؤدي لتعطيل إستثمار الموارد المتاحة وبالتالي تقليل الربحية، ولذلك فإنه يتوجب على إدارة الشركات الموازنة بين إدارة الموجودات المتداولة وبين تحقيق الأرباح .
نسبة السيولة السريعة	(الموجودات المتداولة – المخزون – المصاريف المدفوعة مقدما) / المطلوبات المتداولة	تعطى هذه النسبة قيمة معيارية ينبغي ألا تهبط عنها وهي "١"، أي أن الأصول المتداولة - بعد تخفيض الجزء الأصعب تحويلاً إلى نقدية- تساوي المطاليب المتداولة.
نسبة التدفقات النقدية التشغيلية	صافي التدفق النقدي التشغيلي / المطلوبات المتداولة	لأنها تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير من أنشطتها وفي الأوضاع الطبيعية دون أن تلجأ إلى بيع أي من موجوداتها قصيرة الأجل، ويمكن أن يضاف إلى بسط هذه النسبة النقد المتوفر.

الجدول رقم (١)

٢. نسب الربحية: تهدف إلى قياس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح، ومن هذه النسب:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
هامش الربح الإجمالي	مجمل الربح / صافي المبيعات	وتعتبر هذه النسبة مقياس للكفاءة الإنتاجية في الشركة وكذلك قدرتها على السيطرة على تكاليف الإنتاج وتخفيضها، وكلما ارتفعت النسبة كلما كان الوضع أفضل واعتبر ذلك مؤشر على تطور في الكفاءة الإنتاجية والتي تعبر بدورها عن مدى قدرة الشركة على مواجهة مخاطر إنخفاض أسعار أو أحجام المبيعات أو ارتفاع تكاليف الإنتاج
العائد على معدل حقوق المساهمين	صافي الربح / معدل حقوق المساهمين	يقيس مدى كفاءة إستثمار رأس مال الشركة والاحتياطيات ويستخدم في تقييم العائد على هذا الاستثمار، بالمقارنة مع العائد على الفرص البديلة، وكلما كانت النسبة أكبر، كلما كان الوضع أفضل من حيث العائد على الإستثمار
العائد على معدل مجموع الموجودات	صافي الربح / معدل مجموع الموجودات	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تحقيق عائد على مختلف مصادر أموالها سواء كان مصدرها داخلي أم خارجي

الجدول رقم (٢)

٣. **نسب إدارة الأصول:** وهي تقيس العلاقة بين مستوى التشغيل في الشركة (المبيعات) والموجودات اللازمة لاستمرار هذا النشاط، وكلما ارتفعت مستويات هذه النسب كلما كانت النشاطات التشغيلية أكثر فعالية، ومن هذه النسب:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
معدل دوران الذمم المدينة	المبيعات الآجلة / معدل الذمم المدينة وأوراق القبض	تقيس هذه النسبة مستوى الذمم المدينة اللازمة للمحافظة على مستوى المبيعات للشركة، فكلما زادت كان ذلك مؤشراً على زيادة كفاءة الشركة، وكلما انخفضت دل ذلك على ضعف الكفاءة.
متوسط فترة التحصيل	٣٦٥ / معدل دوران الذمم المدينة	• تظهر هذه النسبة متوسط الفترة الزمنية التي يجب أن تمر قبل تحصيل قيمة المبيعات الآجلة. • كلما زادت مدة تحصيل الديون كلما أشار ذلك إلى ضعف كفاءة الشركة في تحصيل ديونها ويمكن ان يكون السبب ضعف في السياسة التسويقية للشركة. • كما أن الانخفاض المستمر لفترة التحصيل قد يدل على التشدد في سياسة البيع، الأمر الذي قد ينعكس بصورة رئيسية على الحصة السوقية لمبيعات الشركة ومركزها التنافسي.
معدل دوران الأصول الثابتة	المبيعات / الأصول الثابتة	كلما زاد المعدل دل على كفاءة الإدارة في استخدام الأصول الثابتة و زيادة عدد مرات تحقيق العائد على الأصول الثابتة خلال السنة.
معدل دوران مجموع الموجودات	المبيعات / معدل مجموع الموجودات	كلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على كفاءة أكبر في استخدام الموجودات.

الجدول رقم (٣)

٤. **نسب إدارة المديونية:** كما ذكرنا سابقاً فإن هذه النسب تهدف إلى قياس نسب الاعتماد على التمويل الخارجي بالمقارنة مع التمويل الداخلي، ومن هذه النسب:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	(المطلوبات المتداولة + المطلوبات طويلة الأجل) / مجموع الأصول	كلما زاد هذا المعدل كلما زادت المخاطرة حيث تكون نسبة التمويل الخارجي لموجودات المشروع مرتفعة، ولهذه النسبة أهمية في تقييم القدرة على الاقتراض.
نسبة الدين الى حقوق المساهمين	إجمالي المديونية (طويلة + قصيرة) / حقوق المساهمين	▪ توضح هذه النسبة مدى مساهمة حقوق المساهمين ودرجة اعتماد الشركة على التمويل من مصادرها الذاتية، كما تقيس هامش الأمان في الملكية ذلك أن رأس المال هو خط الدفاع للوفاء بحقوق الدائنين. ▪ وتحاول العديد من الشركات أن تضبط هذه النسبة بحيث لا تتجاوز ١:١، وذلك حتى تتمكن من التحكم بالدين الخارجي، بحيث لا يزيد عن نسبة مساهمة أصحاب الشركة فيه.

الجدول رقم (٤)

وعموماً فيما يتعلق بمديونية الشركة نلاحظ ما يلي:

- إن الهدف من التمويل الخارجي (الديون) أن المساهمين يحافظون على السيطرة على الشركة، ولكنهم يقللون من مبلغ استثماراتهم فيها بشكل نسبي في آن واحد.
- إذا كانت الشركة من خلال تمويلها بالدين تحقق إيرادات / أرباح تشغيلية تفوق الفائدة التي تدفعها، فإن استخدام الدين سيحقق عائدًا أعلى على حقوق المساهمين وهو ما يسمى بالرفع المالي، أي استخدام أموال الغير لزيادة أرباح الشركة.
- إن القاعدة العامة تشير إلى أن استخدام الدين في التمويل يكون مفيداً في حالة توقع تحقيق نمو في المبيعات (نمو في الاقتصاد)، من حيث إمكانية الاستفادة منه لزيادة العائد على الإستثمار، ولكنه يكون ذو أثر سلبي أكبر في حالة توقع التراجع في المبيعات (الركود في الاقتصاد)، حيث تساهم أعباء الدين الثابتة (الأقساط والفوائد) في تضخيم الأثر السلبي لتراجع مبيعات الشركة.

□□□

٥. **نسب التغطية:** تهدف إلى قياس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها من صافي الربح التشغيلي، وفشل الشركة بمقابلة هذا الالتزام يعني تعرضها للمساءلة القانونية بواسطة الدائنين وبالتالي تعرضها للإفلاس، ومن هذه النسب:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
نسبة تغطية الفوائد	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / الفوائد المدفوعة	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تسديد فوائد القروض والأقساط المستحقة من خلال صافي الربح، أي مدى قدرة الشركة على خدمة ديونها وتحمل أعباء الفائدة.
نسبة التغطية الشاملة	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / الفوائد المدفوعة + أقساط القروض المستحقة.	تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على الوفاء بمديونيتها من صافي الربح التشغيلي (قبل الفائدة والضريبة).

الجدول رقم (٥)

٦. **النسب الاستثمارية (السوق):** هي مجموعة النسب المالية التي تهم المحللين الماليين لأغراض الاستثمار بأسهم الشركة وتقييمها، ومن هذه النسب:

النسبة	طريقة اشتقاقها	مدلولها
نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد	صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية/ عدد الأسهم المكتتب بها	تساعد هذه النسبة في الإشارة إلى مقدرة الشركة على دفع التوزيعات النقدية والوفاء بالتزاماتها من خلال التدفقات النقدية المتحققة لها من خلال العمليات، كلما زادت النسبة كلما زادت مقدرة الشركة على الدفع.
عائد السهم	صافي الربح / عدد الأسهم المكتتب بها	يمثل هذا العائد ما يستحق لحملة الأسهم من أرباح، إن العلاقة المنطقية تقتضي بأن تتناسب الأرباح المتحققة للسهم الواحد وسعره في السوق .
التوزيعات النقدية للسهم	التوزيعات النقدية لمجموع الأسهم / عدد الأسهم المكتتب بها	
نسبة توزيع الأرباح	التوزيعات النقدية للسهم الواحد/ عائد السهم الواحد	تقيس هذه النسبة حصة المساهمين من إيرادات الشركة التي تدفع على شكل توزيعات أرباح، وإن ارتفاع هذه النسبة قد يدل على أن الشركة ليس لها فرص إستثمارية مس، وبلية وبالتالي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها.
العائد على توزيع الأرباح	التوزيعات النقدية للسهم الواحد / سعر السهم السوقي	تقيس هذه النسبة العائد الذي تدفعه الشركة إلى المساهمين على شكل توزيعات أرباح، وتكون عادة هذه النسبة مرتفعة في الشركات الكبيرة التي تدفع توزيعات أرباح،و أقل في الشركات الناشئة وربما لا تكون في الشركات المنشأة حديثاً لعدم توزيعها أرباحاً.
نسبة السعر السوقي إلى الأرباح المحاسبية	سعر السهم السوقي / ربح السهم الواحد	تستخدم هذه النسبة في نماذج تقييم الاسهم

القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	سعر السهم السوقي/ القيمة الدفترية للسهم	• تستخدم هذه النسبة القيمة الدفترية للسهم للمقارنة مع القيمة السوقية له ، للتعرف على تقييم المستثمرين لسهم الشركة، والتغيرات التي تطرأ على هذا التقييم. • إن ارتفاع القيمة السوقية (تقييم السوق للشركة) بالمقارنة مع القيمة الدفترية (حجم الأموال التي استغلت بالعملية الإستثمارية) يعني أن الشركة خلقت قيمة سوقية إضافية للمستثمرين وأن سوق الأسهم يقيم هذه الشركة بأعلى من حجم الأموال التي استثمرت بها. • كذلك يمكن أن يكون ارتفاع هذه النسبة مؤشر على أن سعر الشركة مبالغ فيه، أو أن قيمة موجودات الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية.
العائد على الاستثمار	(القيمة الحالية للاستثمار – القيمة المبدئية للإستثمار) / القيمة المبدئية للاستثمار	مقدار الربح أو العائد الرأسمالي الذي تحقق
العائد على الأسهم	(سعر بيع السهم + التوزيعات النقدية – سعر شراء السهم) / سعر شراء السهم	الربح الرأسمالي والجاري الذي تحقق من جراء امتلاك السهم

الجدول رقم (٦)

٣. **تقييم الأسهم باستخدام نموذج خصم التوزيعات والتدفقات:** عندما يتم إستخدام نموذج خصم التدفقات والتوزيعات يجب النظر إلى سياسة التوزيع وكذلك نوعية القطاع التي تعمل به الشركة من أجل استخدام نموذج الخصم المناسب، وباستخدام هذا النموذج يتم تقدير القيمة الحقيقية للسهم والمتمثلة في خصم توزيعات الأرباح المستقبلية بسعر خصم مناسب، هناك خمسة أنواع من نماذج التوزيعات وهي:

أ. نموذج تقييم الأسهم لفترة محددة: ويمكن حسابها بموجب المعادلة التالية[١]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+K_e)^t} + \frac{P_n}{(1+K_e)^n}$$

حيث:

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n

K_e : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

ب. نموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية: ويمكن حسابها بموجب المعادلة التالية[٢]:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_e)^t}$$

حيث:

D_t : التوزيعات للسهم العادي في الفترة t

P_n : سعر السهم العادي في الفترة n

K_e : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

ويمكن استخدام المعادلة السابقة بموجب الافتراضات التالية:

- نموذج النمو الصفري (Zero-Growth Model): يستخدم في الأسهم التي تتصف توزيعات الأرباح عليها بعدم النمو مثل الأسهم الممتازة. وفي هذه الحالة يكون النموذج كالتالي[٣]:

---

[1] - Kaen. R. Fred, Corporate Finance, Blackwell Business, USA, 1995, p 197

[2] - Clarke. G. Roger, Wilson. Brent, Daines. H. Robert, Nadauld .D. Stephen, Strategic Financial Management, Richard. D. Irwin, 1988, p 87.

[3] -Kaen. R. Fred, Corporate Finance, Blackwell Business, USA, 1995, p 199.

$$P_0 = \frac{D}{K_s}$$

حيث:

D : التوزيعات للسهم العادي.

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

إلا أن هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات وبالتالي لا يكون مناسب لإستخدامه في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها التوزيعات بالنمو.

- نموذج جوردن ذو النمو الثابت في التوزيعات (Constant-Growth Model): يستخدم هذا النموذج في الشركات الناضجة التي تتصف توزيعات الأرباح فيها بالثبات، ومعظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج، وهو على الشكل التالي[1]:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

حيث أن:

D_1 : $D_1 = D_0(1+g)$.

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات.

إلا أن هذا النموذج لا يصلح إلى تقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو لذلك يتم استخدام نموذج التوزيعات المتغيرة.

[1] - Sharpe. F. William, Alexander. J. Gordon, Bailey. Jeffery, Investments, Prentice – hall international inc, New Jersey, USA, 1999.

- نموذج جوردن ذو نمو متغير في التوزيعات (Variable-Growth Model): يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار، والنموذج الذي يستخدم في التقييم هو:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{m} \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+K_s)^t} + \left[\frac{D_{m+1}}{K_s - g_n}\right]\left[\frac{1}{(1+K_s)^m}\right]$$

حيث أن:

g_s: معدل النمو غير العادي في التوزيعات.

g_n: معدل النمو العادي في التوزيعات.

m: فترة النمو غير العادي.

D_{m+1}: التوزيعات للسهم العادي في الفترة m+1.

البحث الثاني:

التحليل الفني للأوراق المالية

١. **مفهوم التحليل الفني.**
٢. **خصائص التحليل الفني.**
٣. **الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني.**
٤. **مقاييس التحليل الفني.**
٥. **مزايا التحليل الفني.**
٦. **التحديات التي تواجه التحليل الفني.**
٧. **نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني.**
   - نظرية داو.
   - نظرية الرأي المخالف.
٨. **أدوات التحليل الفني.**
   - مؤشرات نفسية.
   - مؤشرات تدفق الأموال.
   - مؤشرات هيكل السوق.
٩. **أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق.**
   - مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين.
   - مقاييس وجهة النظر المضادة.
   - مقاييس المستثمر المحترف.
١٠. **أدوات التحليل الفني لسعر السهم.**
   - الخط البياني.
   - الأعمدة البيانية.
   - الشموع البيانية.
   - خرائط النقطة والشكل.
   - خريطة المتوسط المتحرك.
١١. **مقارنة بين التحليلين الأساسي والفني.**

أولاً- تعريف التحليل الفني: تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة تتحدد وفق مدارك ومواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية والسيكولوجية، والتحليل الفني ما هو إلا فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت وذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر[١].

فالتحليل الفني يشتمل على دراسة التحركات السعرية السابقة للسوق أو للسهم كوسيلة للتنبؤ بالتحركات السعرية المستقبلية[٢]، وذلك من خلال رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول....الخ) لسهم معين أو لمجموعة من الأسهم ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة[٣].

ويمكن تلخيص التحليل الفني بالنقاط التالي[٤]:

١. يرتكز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة ويركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق أو في أسعار الأسهم.
٢. يركز التحليل الفني على التوقيت: فأسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاهات نحو مستويات التوازن الجديدة، ويمكن تحليل هذه الاتجاهات الجديدة وتحديد التغيرات التي تطرأ عليها وذلك عن طريق دراسة حركة الأسعار وحجم التداول بمرور الوقت ويكون التركيز على التغير في الأسعار المحتملة.
٣. يميل الفنيون إلى التركيز أكثر على المدى القصير، وقد تم تصميم أساليب التحليل الفني لتحديد تحركات الأسعار المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً.

ثانياً- خصائص التحليل الفني: تتمثل أهم خصائص التحليل الفني فيما يلي[٥]:

١. يهتم بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي للوصول إلى مؤشرات يتم من خلالها تحديد الوقت المناسب لشراء أو بيع الأسهم.
٢. يهتم بدراسة العرض والطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية.
٣. يعتمد على البيانات التاريخية التي يوفرها سوق الأوراق المالية.

---

[1] - Pring. Martin, Technical Analysis Explained, 2nd ed, N.Y.McGraw – Hill, 1985.

[2] - Hall. D. Alvin, Getting Started In Stocks, John Wiley & Sons Inc, USA, 1997,p141.

[3] - Edwards, Robert D & John Magee, Technical Analysis of Stock Trend, Boston, MA: John Magee, Inc, 1981.

[٤] - حماد.طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني، مرجع سابق، ص ١٤٨.

[٥] - الحضيري.حامد العربي، تقييم الاستثمارات، مرجع سابق، ص ١٩٤.

٤. يهتم بتحليل المتغيرات التي تكون قد أثرت في دوافع المستثمرين وميولهم.
٥. يهتم بتحليل المتغيرات التي تؤدي إلى الوصول لمؤشرات عن هيكل السوق وتدفقات الأموال المستثمرة فيه.
٦. لا يهتم بالتقلبات العارضة الصغرى في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول بها.
٧. لا يعتمد التحليل الفني لدى الكثيرين على بيانات المحاسبة المالية التي تستخدم فقط للمساعدة في تخطيط العائد المستقبلي وتقدير مخاطر الصناعة والأوراق المالية.

ثالثاً – الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني: يمكن تلخيص فلسفة التحليل الفني للأوراق المالية بالافتراضات التالية[١]:

١. تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
٢. تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تنعكس في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين.. إلخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
٣. تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبياً بالرغم من إحتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
٤. يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار ويمكن ملاحظة ذلك التغير إن عاجلاً أو آجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

رابعاً - مقاييس التحليل الفني: يعتمد التحليل الفني على ثلاثة مقاييس مختلفة:

١. حركة السعر تحسم كل شيء: يعتقد جميع المحللين الفنيين أن حركة السعر ما هي إلا انعكاس للتغيرات التي تطرأ على العرض والطلب، فإذا تفوق الطلب على العرض يرتفع السعر، وإذا تفوق العرض على الطلب ينخفض السعر، وهذه الحركة هي أساس جميع التنبؤات الاقتصادية، ويعتقد المحلل الفني بأن أي شيء يمكنه التأثير على السعر، ينعكس في الحقيقة على سعر السوق سواء كان ذلك الشيء يتعلق بالتحليل الأساسي أو بالأحداث السياسية أو السيكولوجية أو خلاف ذلك، وبالتالي فإن كل ما هو مطلوب هو دراسة حركة السعر.

[١] - الحناوي.محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ١٤٠.

٢. تحرك الأسعار في اتجاهات: مما لا شك فيه أن مفهوم الاتجاه يعتبر شيء أساسي في طريقة التحليل الفني، وإن لم يتمكن المرء من قبول فكرة أن الأسواق تتحرك في اتجاه حقيقي، لن تكون هناك فائدة من التنبؤ بالحركة المستقبلية، ويرجع الهدف من رسم حركة السعر كرسم بياني إلى تحديد اتجاهاته في مراحل تطوره الأولى، وذلك بغرض التداول على أساس تلك الاتجاهات.

٣. التاريخ يعيد نفسه: وهذا الأمر يعود لدراسة كانت قد أجريت على أنماط المخططات البيانية لما يزيد عن ١٠٠ سنة فوجد أن السلوك البشري لايتغير كثيراً بمرور الوقت، وبالتالي سوف يكرر المستثمرين نفس التصرفات تجاه السهم كلما مر السهم بنفس الظروف، ووجد أيضاً أن هناك أشكال ونماذج تتكرر في حركة السهم في أسواق مختلفة، لكن الملاحظ أن الناتج عن هذه الأشكال في كل الأسواق يكون متشابها لدرجة كبيرة، وبالتالي من هنا نفهم أن مثل هذه الحركة يمكن أن تتكرر ويمكن من خلالها التنبؤ بالحركة المستقبلية للسهم.

خامساً – مزايا التحليل الفني: يتسم التحليل الفني بعدد من المزايا التي خلقت له أتباعاً ومؤيدين، وفي مقدمة تلك المزايا[١]:

١. السهولة والسرعة: فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل في التنبؤ بالأسعار، يصبح تطبيقها آلياً وعلى أي عدد من الأسهم، كل ذلك دون الحاجة إلى تجميع وتحليل الكم الهائل من المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي والتي تتطلب وقتاً وجهداً وفيراً.

٢. إن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته.

٣. يقوم المحللون الفنيون بالاعتماد على بيانات مشتقة من سوق الأوراق المالية نفسها مثل أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وعدد الصفقات والمعاملات التجارية الأخرى..، (والتي تتاح يومياً وبانتظام من خلال التقارير التي تظهر في الصحف المتخصصة)، وذلك دون الاعتماد على البيانات المحاسبية المالية والتي يعتقد المحللون الفنيون أنه لا يجب الاعتماد عليها نظراً لوجود العديد من العيوب فيها[٢] التي تحد من إمكانية استخدامها بصورة فعالة.

[١] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢١.

[٢] - حماد.طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ١٥٧.

سادساً – التحديات التي تواجه التحليل الفني: يتشكك البعض في قيمة التحليل الفني بالنسبة لقرارات الاستثمار، ويتم توجيه انتقادات له في مجالين[1]:

١. الاعتراض على بعض افتراضات التحليل الفني الأساسية: يرتكز الاعتراض الرئيسي للتحليل الفني على إفتراض السوق الكفء، فوفقاً للقواعد الفنية فإن المعلومات لا تنعكس بسرعة على حركة الأسعار وبالتالي تفترض أن السوق يكون غير كفء، بينما تؤكد الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفء بشكله الضعيف أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم وبالتالي لا يتمكن أياً من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات التاريخية، ومما يساند فرضية السوق الكفء.

٢. الاعتراض على بعض قواعده ومدى فائدتها في المدى الطويل: وعلى سبيل المثال:

- إن النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لا تتكرر، ونتيجة لذلك فإن الأسلوب الذي يكون قد نجح من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية.
- ممكن أن تصبح نماذج الأسعار المحددة وفقاً للتحليل الفني تنبؤات ذاتية التنفيذ، بمعنى أن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط، ولكن هذا السعر سوف يكون مؤقت وسرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي.
- يتطلب اختبار القواعد الفنية المحددة قدراً كبيراً من الحكم الموضوعي.
- إن قواعد التحليل الفني تتغير بمرور الزمن، ولهذا فإنه يجب على المحللين الفنيين أن يقوموا بتطوير قواعد التعامل الفني بمرور الوقت بما يتناسب مع الظروف البيئية الجديدة.

سابعاً - أدوات التحليل الفني: يمكن تقسيم مؤشرات التحليل الفني إلى ثلاثة أنواع[2]:

١. مؤشرات نفسية: هي التي ترصد تصرفات المتعاملين في سوق الأوراق المالية (المستثمرون الأفراد، صناديق الاستثمار، المتخصصون...) حيث تتحرك دوافعهم في اتجاهات متعارضة عند المضاربة على صعود وهبوط الأسهم، وقد تبدو الأوضاع النفسية للمتعاملين في السوق على النحو التالي:

[1] - حماد.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٣٠٠.

[2] - الحضيري.حامد العربي، تقييم الاستثمارات، مرجع سابق، ص ١٩٥.

- المستثمرون ذوي التصرفات الثابتة: وهم المستثمرون الذين لديهم معلومات كافية عن السوق، وهم يميلون إلى التصرف الذي يجانبه الصواب في فترات تحول السوق، فيقدمون على الشراء في حالات هبوط أسعار الأوراق المالية والبيع في حالات الصعود.
- صناديق الاستثمار والاستشاريون: وهؤلاء قد لا يحالفهم الصواب عندما تستمر مضارباتهم أثناء صعود أسعار الأوراق المالية أو العكس في فترات التحول.

من هنا كان رأي الأغلبية خاطئاً عند نقاط أو فترات التحول في السوق، فقد يكون مؤشراً نفسياً مفيداً يمكن من خلاله تكوين رأي مخالف في قرارات الاستثمار.

٢. مؤشرات تدفق الأموال: يعنى مؤشر تدفق الأموال بحجم الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، أو قياس قدرة المستثمرين التي لم توظف بعد لشراء وبيع الأوراق المالية، والتي يتم التوصل إليها عن طريق تحليل المراكز المالية للمستثمرين.

والمقصود من مؤشرات تدفق الأموال هو تدفق الأموال أو الفائض الذي يسبق الواقعة بين العرض والطلب والتي يطلق عليها العلاقة المسبقة، فعندما يكون هناك عدد أكبر من المشترين عن البائعين عند سعر معين على أساس مسبق، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بعد الواقعة إلى الدرجة التي تحدث فيها حالة التوازن بين البائعين والمشترين، وينبئ هذا المؤشر إلى توقع اتجاه السوق نحو الصعود.. والعكس بالعكس صحيح.

٣. مؤشرات هيكل السوق: وتوضح هذه المؤشرات اتجاه كل من مؤشرات أسعار الأوراق المالية ومؤشرات اتساع السوق وحجم التداول في الأوراق المالية التي تقيم مجالي الصواب والخطأ في المضاربة على الصعود والهبوط في سوق الأوراق المالية وذلك بناءً على عدد من الافتراضات المؤثرة في تحركات الأسعار، ومن بينها دوافع المتعاملين في السوق التي تتحرك بين الحزن والتشاؤم والثقة والتفاؤل الزائد والتحفظ والحرص.

ثامناً – نظريات وتحليلات متقدمة في التحليل الفني: هناك العديد من النظريات التي تفسر التحليل الفني وتشكل الأساس للأدوات المستخدمة فيه، منها على سبيل المثال: نظرية داو، تحليلات جان، أرقام ونسب فيبوناتشي، مبدأ موجة إليوت، الرأي المخالف، وسنستعرض في هذا البحث كلاً من نظرية داو ونظرية الرأي المخالف.

١. نظرية داو: تحتوي نظرية داو على ستة مبادئ أساسية هي[١]:

- أن المتوسطات تأخذ في الحسبان كل شيء يتعلق بالسوق، فسعر السوق يتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، والمتوسط هو عبارة عن مؤشر عددي تقاس به التغيرات في الأسواق المالية، ويقيس المؤشر تحركات أسعار أسهم مجموعة من أهم وأكبر الشركات، ارتفاعاً وانخفاضاً، الأمر الذي ينعكس في سعر السوق واتجاهه.
- إن السوق له ثلاث اتجاهات (وهو ماشبهه بالمد والموجة والمويجة على التوالي):
  - اتجاه رئيسي أو أولي مدته سنة أو أكثر.
  - اتجاه متوسط يستغرق بين ثلاثة أسابيع وثلاثة أشهر وهو يمثل حركة تصحيحية تتراجع فيها الأسعار من ثلث إلى ثلثي المسافة التي قطعتها من قبل في اتجاهها الأولي.
  - اتجاه ثانوي: عبارة عن ردود أفعال قصيرة المدى والمدة (عادة أقل من ٢٠ يوماً)
- ينقسم الاتجاه الرئيسي إلى ثلاث مراحل:
  - مرحلة التجميع: وهي الفترة التي تقوم فيها بالشراء مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدي النظر ذوي الحس الاستثماري السليم، في سوق يسوده جو عام استثماري متشائم.
  - المرحلة التالية يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد.
  - مرحلة التوزيع: وفيها يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق، مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة في سوق يسوده جو استثماري شديد التفاؤل.
- ضرورة أن تعزز المتوسطات بعضها البعض: بمعنى أن تشير إلى نفس الاتجاه وتتجه نحو نفس الهدف، فارتفاع مؤشر داو جونز الصناعي يجب أن يكون مصحوباً بارتفاع في مؤشر داو جونز للنقل.

[١] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٨٩.

- يجب أن يعزز حجم التداول اتجاه الأسعار: أي أن الحجم يجب أن يزداد مع مضي الأسعار في اتجاهها الرئيسي، وهي ملاحظة تتفق مع المنطق الاقتصادي السليم، فالأسعار تحتاج إلى قوة تدفعها لكي تتحرك في اتجاه معين، ويعتبر حجم التداول القوة المحركة للأسعار، فكلما زاد الحجم زادت قوة دفع الأسعار في الاتجاه الرئيسي، إلا أنه يظل مؤشراً ثانوياً، فالاهتمام الأساسي للمحلل الفني يجب أن ينصب في المقام الأول على حركة الأسعار نفسها.
- يفترض أن توصل الأسعار سيرها في نفس الاتجاه السائد حتى تظهر إشارات محددة تعلن انعكاس مسار الأسعار، فمسار الأسعار لا يتغير بدون سبب قوي قادر على تعديله وتحويله إلى اتجاه آخر.

٢. نظرية الرأي المخالف[١]: ويمكن تعريفه بأنه رأي استثماري معاكس لآراء الغالبية العظمى للمستثمرين والمضاربين بسوق معينة، ويمكن القول أنه كلما كان الاتفاق شبه تام بين المتعاملين في أي سوق نشيط على حدوث شيء ما للأسعار كان ذلك دليلاً وسبباً في نفس الوقت لعدم تحقق هذا الشيء بالأسواق، فغالبية المتعاملين يخطئون دائماً عند نقاط وفي أوقات تحول اتجاه الأسعار من أعلى إلى أدنى أو من أدنى إلى أعلى، فمن الملاحظ أن الكثيرين يتحمسون جداً للشراء قرب قمم الأسعار، كما يرغبون بالبيع بشدة عند قواعد الأسعار، فالناس عموماً ينتابهم في تعاملاتهم المالية إما الإحساس بالخوف الشديد أو بالجشع الشديد.

ويستند الرأي المخالف إلى قاعدة منطقية صلبة، فإذا كان السواد الأعظم من المشتركين بأي سوق يرون إستمرار صعود الأسعار، فإنه يستنتج من ذلك أنهم قد قاموا فعلاً بالشراء وفقاً لرؤيتهم، وهو ما يعني أن القوة الشرائية الفاعلة والمؤثرة المتبقية في السوق صارت شحيحة وضعيفة، وهو ما يسلب السوق من قوة الدفع الضرورية لرفع الأسعار، والعكس بالعكس صحيح.

تـاسعاً - أدوات التـحليـل الفنـي لمـؤشـرات السـوق: وهي الأدوات التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه (صعوداً أو نزولاً)، وهناك ثلاثة مقاييس[٢]:

١. مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين: تعطي مقاييس ميل المستثمرين مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، ويدعي أنصارها بأنها مؤشرات تسبق مؤشرات أسعار السوق وذلك من حيث قدرتها على التنبؤ بالحالة الإقتصادية العامة للدولة، ومن أبرز تلك المقاييس:

- مؤشر بارون: ويطلق عليه مؤشر الثقة، والذي يتم قياسه من خلال نسبة عائد السندات مرتفعة الجودة إلى عائد السندات متوسطة الجودة، من خلال المعادلة التالية:

[1] - Neil. Humphrey B, The Art of Contrary Thinking, The Caxton Printers, Ltd. Caldwell, Idaho 1992, 5th ed.

[2] - French . D, Security & Portfolio Analysis, Concepts & Management, OH: Merle Pub, 1989, p 374.

مؤشر الثقة = (عائد السندات مرتفعة الجودة / عائد السندات متوسطة الجودة) * ١٠٠.

عندما تكون ثقة المستثمرين كبيرة حينئذ يتوقع أن يزداد الطلب على السندات التي تنطوي على مخاطر أكبر، مما يؤدي إلى رفع القيمة السوقية لتلك السندات وانخفاض العائد عليها بالمقابل، ليقترب من عائد السندات مرتفعة الجودة، وتقترب بذلك قيمة المؤشر من ١٠٠ %، وعندما تكون قيمة مؤشر الثقة في صعود، فإن هذا يعني أن الحالة الإقتصادية العامة جيدة، وأن أسعار السوق سوف تتجه نحو الصعود في المستقبل وأن التوقيت ملائم للشراء والعكس بالعكس صحيح.

ويعاب على مؤشر بارون أنه يركز على جانب الطلب على السند كمحدد للعائد بينما يتجاهل عوامل أخرى كالمعروض النقدي.

- مؤشر المستويات العليا والدنيا: وفيه تتم مقارنة عدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل، بعدد الأسهم التي بلغ سعرها مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل، وتتراوح قيمته بين الصفر والواحد، ويحسب على الشكل التالي:

  مؤشر المستويات العليا والدنيا = ر / (ر + رَ)

حيث:

ر: عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل.

رَ: عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الواحد الصحيح، يكون ذلك دليلاً على أن عدداً أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قيمة المؤشر قريبة من الصفر، وعندما تكون قيمة المؤشر أقل من / ٠,١/ فإن ذلك يعتبر بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أما إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من / ٠,٩/ فإن هذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها للانخفاض.
يعطي المؤشر للمستثمر المعلومات التي يريدها بشأن توقيت قرار الاستثمار وما إذا كان قرار بالبيع أو بالشراء.

- مؤشر الصعود والهبوط: وهو المؤشر الذي تقاس عن طريقه المستويات العليا والمستويات الدنيا لحركة الأسهم صعوداً وهبوطاً، ويمكن التوصل إلى النسبة المعبرة عن هذا المؤشر من خلال عدد الأسهم التي حققت ارتفاعا وعدد الأسهم التي حققت انخفاضاً، وذلك على النحو التالي:

المؤشر = (عائد الأسهم التي حققت صعوداً / عائد الأسهم التي حققت هبوطاً) * ١٠٠

عندما تكون النسبة / ٠,٦/ أو أكثر فإن ذلك يعد مؤشراً على أن الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته، وإذا ما بلغت النسبة / ٠,٣٥ / فإن هذا يعني أن الاتجاه النزولي بلغ نهايته، وأن الأسعار تتجه نحو الارتفاع، وبالطبع تعد هذه المعلومات مفيدة لتوقيت قرارات الاستثمار.

٢. مقاييس وجهة النظر المضادة: تقوم مقاييس وجهة النظر المضادة على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وتقضي الإستراتيجية الناجحة معرفة قرارات المستثمرين وعلى ضوئها تتخذ قرارات عكسية، من تلك المقاييس:

- مؤشر توازن الكميات الكسرية: وهو المؤشر الذي يعبر عن دوافع واتجاهات الاستثمار في الأوراق المالية لدى صغار المستثمرين الذين لا تتجاوز صفقاتهم في البيع والشراء عدد ١٠٠ سهم، ويعبر عن المؤشر بالمعادلة التالية:

المؤشر = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية.

إذا كان المؤشر أكبر من الواحد الصحيح فإن ذلك يعني أن مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، والعكس بالعكس صحيح.

والغاية من حساب هذا المؤشر هو تتبع القرارات التي يتخذها صغار المستثمرين واتخاذ عكسها، حيث أن المعلومات تصل إلى صغار المستثمرين متأخرة، وحتى لو توافرت لديهم المعلومات فإنهم لا يستجيبون بالسرعة الكافية لورود المعلومات، وعادة ما يتخذون قرار الشراء عندما تكون الأسعار قد وصلت أو اقتربت من الوصول إلى أعلى مستوى ممكن لها، ومن ثم فإن اتخاذهم لقرارات استثمارية خاطئة يعد أمراً محتملاً.

وينتقد فرنش هذا المؤشر على أساس أن التعامل في الكميات الكسرية لا يقتصر على صغار المستثمرين، إضافة إلى أن الواقع لم يثبت أن غالبية قرارات المستثمرين خاطئة.

٣. مقاييس المستثمر المحترف: من الاعتقادات الشائعة أن الصفقات التي يبرمها المستثمرين المحترفين عادة ما يتولد عنها عائد متميز، وبناء على ذلك يصبح تتبع قرارات هؤلاء المستثمرين ومحاكاتها أمراً ذو مغزى، ومن الأمثلة على تلك المؤشرات:

- نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين: يقصد بالبيع على المكشوف قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين مقابل الإلتزام بإعادة شراءها وتسليمها للمقترض

في وقت محدد، يستخدم هذا المؤشر لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين حيث أن المستثمرين يقومون بالبيع على المكشوف عند حدوث توقعات بانخفاض أسعار الأسهم، ويحسب على الشكل التالي:

النسبة = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف.

في بورصة نيويورك يبلغ المتوسط التاريخي لتلك النسبة / ٠,٥٥/، وعندما تصل النسبة المحسوبة إلى حوالي / ٠,٦/ فإن الفنيين يفسرونها باحتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أما عندما تكون / ٠,٦٥/ هناك انخفاض مؤكد.

ومن ناحية أخرى إذا كانت النسبة أقل من / ٠,٤٥/ فإن هذا مدعاة للإعتقاد أن الأسعار ستأخذ طريقها نحو الصعود، أما إذا كانت أقل من / ٠,٤/ فهذا يعني أنه من المؤكد أن الأسعار ستتجه نحو الصعود.

- مؤشر الكميات الكبيرة: ويقصد بها الصفقات التي تبرمها المؤسسات المتخصصة في الاستثمار، ونظراً لأن إدارة الاستثمار عادة ما يتولاها مديرون محترفون يحققون عوائد متميزة فإن السير على هداهم ممكن أن يكون مثمراً، ويحسب المؤشر بالمعادلة التالية:

المؤشر = عدد الصفقات بأسعار صعودية / عدد الصفقات بأسعار نزولية.

ويقصد بالصفقات بأسعار صعودية: الصفقات الكبيرة التي أبرمت بأسعار أعلى من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة، أما الصفقات بأسعار نزولية: فيقصد بها تلك الصفقات التي أبرمت بسعر أقل من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة.

تتراوح قيمة المؤشر بين صفر وواحد، وكلما اقترب المؤشر من الصفر كان ذلك مؤشراً لاتجاه الأسعار نحو الانخفاض، أما إذا اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فإن أسعار السوق تكون متجهة نحو الصعود.

عاشراً - أدوات التحليل الفني لسعر السهم: حتى يتمكن المحلل المالي من تحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك عليه أن يبدأ بتحليل اتجاهات الأسعار على مستوى السوق إجمالاً ثم على مستوى ورقة مالية معينة، وهناك عدة طرق للتحليل لعل أكثرها شيوعاً طريقة تحليل الخرائط، حيث يقوم المحلل الفني بإعداد خرائط لأسعار الأوراق المالية التي تعنيه ولأقسام السوق الرئيسية بالإضافة إلى خرائط السوق الإجمالية للسوق للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتلك الأوراق.

وللخرائط استخدامين آخرين فيما يتعلق باتجاهات الأسعار في الماضي والحاضر دون المستقبل، حيث تستخدم الخرائط بصورة عامة لمراقبة حركة الأسعار في السوق، كذلك تستخدم لتهذيب نشاط المضاربين من خلال اختيار المضارب لنقاط البيع والشراء في ضوء فلسفة معينة بدلاً من اللجوء إلى الحكم الشخصي في حالة غياب تلك الخرائط[١]، وتنقسم الخرائط إلى عدة أنواع، منها:

١. الخط البياني: ويعد من أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق، فهو يعبر عن أسعار الإقفال فقط، ويعتقد الفنيون عموماً أن سعر الإقفال هو أهم سعر في جلسة التداول، فهو بمثابة إعلان النتيجة النهائية للمباراة بين الثيران والدببة.

يتم تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المتتالية بعضها ببعض بخط ممهد، فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة وإتجاه الأسعار، ويمكن إجراء بعض التحليلات الفنية على هذا النوع من الخرائط[٢].

٢. الأعمدة البيانية: يستخدم الفنيون خرائط توضح سلسلة زمنية لأسعار الأسهم (يومية، اسبوعية، شهرية)، ويقوم المحلل الفني برسم نقاط لأعلى سعر وأدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسياً لكي يشكل عمود وكذلك يقوم برسم خط أفقي صغير عبر هذا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإغلاق[٣]، وأحياناً يتم وضع علامة أفقية صغيرة من ناحية اليسار (ناحية الفترة الزمنية السابقة) لكي تدل على سعر الإفتتاح.

كذلك يوجد في أسفل الخريطة خطوط تمثل حجم التداول على السهم مقابل كل تاريخ[٤].

والغرض من رسم الأعمدة لفترات زمنية مختلفة، هو اختلاف منظور كل منها، فالخريطة الشهرية تعطي صورة مختلفة تماماً عن الخريطة اليومية، فالأولى ترسم حركة السوق على المدى البعيد، والأخيرة ترسمها على المدى القصير[٥]، ولكن بالمقابل فإن خرائط الأعمدة لا يمكنها أن تظهر كامل التقلبات السعرية للسهم خلال فترة الدراسة[٦]، ومن الخرائط الشائعة:

- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة: حيث يعبر المستوى المساعد عن مستوى السعر المتدني والذي يكون احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيراً، أما مستوى المقاومة فهو مستو عالٍ

---

[١] - الحناوي.محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ١٤٠.

[٢] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٣.

[٣] - حماد.طارق عبد العال، التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٢٢٦.

[4] - Sharp. F. William, Alexander. J. Gordon, Bailey. V. Jeffery, Investments, Prentice- Hall International, inc, New Jersy, USA, 1999, p 783.

[٥] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٤.

[6] - Luca. Cornelius, Technical Analysis Applications, Mcgraw – Hill, USA, 2004, p 13.

للسعر واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيراً، وحتى إذا حدث هبوط في السعر عن السعر المتدني أو ارتفاع عن السعر العالي فإنه لا يلبث أن يعود إلى مستواه السابق، وإن التوقيت الأفضل لقرار البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة[١]، ويعتقد المحللون الفنيون أن المستويات المساعدة والمقاومة تعود إلى التصور النفسي للمتعاملين في السوق فهم يتهيؤون للشراء عندما تصل الأسعار إلى المستوى المساعد حيث تميل الأسعار للارتفاع وليس للانخفاض، بينما يتأهبون للبيع عندما تصل الأسعار عند المستوى المقاوم حيث تميل الأسعار إلى الانخفاض بدلاً عن الإرتفاع[٢].

٣. الشموع اليابانية: هذه الطريقة اليابانية لرصد وتسجيل الأسعار شبيهة نوعاً ما بمخططات الأعمدة فهي تحتوي على جميع المعلومات التي تسجلها الأعمدة بالإضافة إلى سعر الافتتاح، حيث يتم تسجيل الحركة اليومية للأسعار على شكل رسم بياني يشبه الشمعة، وتنقسم الشمعة إلى قسمين[٣]:

- الجسم: وهو جزء متسع يفصل بين أسعار الإفتتاح وأسعار الإقفال، ويلاحظ أنه إذا كان سعر الإفتتاح أعلى من سعر الإقفال فإن الجسم يكون مظللاً، وإذا حدث العكس وكان سعر الإقفال أعلى من سعر الإفتتاح فإن الجسم يظهر غير مظلل.
- الظل: وهو عبارة عن الخطوط المتوضعة أعلى وأسفل الجسم حيث يعبر الخط المتوضع أعلى الجسم عن أعلى سعر بلغه السهم فيما يعبر الخط المتوضع أسفل الجسم عن أدنى سعر بلغه السهم.

ويتضح من ذلك أن كل شمعة تبرز علاقة كل من متغيرات السعر الأربعة بعضها ببعض، هذه المتغيرات هي سعر الافتتاح والإغلاق، وأعلى سعر وأدنى سعر، وترمز الشمعة البيضاء إلى ارتفاع الأسعار حيث تمثل الفرح بجني الأرباح، في حين ترمز الشمعة السوداء إلى انخفاض الأسعار حيث تعبر عن الحزن والخسارة[٤].

٤. خرائط النقطة والشكل: هذه الطريقة لرصد الأسعار تختلف كلية عن باقي الطرق البيانية السابقة، حيث أنها تغفل تماماً عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار، فهي رسم للسعر فقط، فكل ما يهم الرسام البياني هو التغيرات السعرية التي تفوق حداً معيناً، أي أن تسجيل حركة

---

[١] - الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٢٣٨.

[٢] - الراوي. خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، داري المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ١٩٩٩، ص ٢٤٥.

[٣] - ذو الغني. حسام عدنان، مبادئ التحليل الفني في أسواق المال، دار التوفيق، دمشق، ٢٠٠٧، ص ٢٢.

[٤] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٥.

الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغير يذكر يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في خريطة السعر ويبقى الرسم البياني للأسعار كما هو بدون أي تغيير أو تعديل، فحركة السعر هنا هي كل شيء، وهي التي تستحوذ على اهتمام المحلل الفني بالكامل، ويتم تسجيل الأسعار على ورق مربعات باستخدام إحدى العلامتين التاليتين:

X: للدلالة على ارتفاع الأسعار.

O: للدلالة على انخفاض الأسعار.

ويقوم المحلل الفني أولاً بتحديد قيمة معينة لكل مربع، كما يقوم بتحديد معيار عاكس الاتجاه ويتم اختيار المعيار بناءً على حجم التغيرات المراد رصدها، هذه الطريقة البيانية المتفردة ليست مجرد رسم للأسعار بل هي خريطة لانعكاسات الأسعار المهمة بالرغم من أنها لا توضح حركة الأسعار في وقت معين، فهي طريقة تختص بتسجيل انعكاسات الأسعار لذلك عرفت بالرسم البياني الانعكاسي أو الانقلابي[١].

٥. خريطة المتوسط المتحرك: يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، فعلى المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة ٢٠٠ يوم أو ٣٠ أسبوع، وعلى المدى المتوسط يتم حساب المتوسط المتحرك لفترة ١٠ أسابيع، و على المدى القصير يتم حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم لأغراض المضاربة خلال فترة ١٠ أيام[٢].

وتعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر الأدوات الفنية استخداماً من قبل المحللين الفنيين، فالمتوسط هو القيمة النموذجية أو القيمة الممثلة لمجموعة من البيانات، وهناك ثلاثة أنواع من المتوسطات المتحركة التي تستخدم بكثرة في التحليل الفني لحركة الأسعار بالأسواق المالية المختلفة، وهي[٣]:

- المتوسط المتحرك البسيط: يعتبر هذا المؤشر من أكثر المؤشرات شيوعاً في التحليل الفني، ويتم حسابه عن طريق جمع أسعار الإقفال لكل الفترات الزمنية وقسمتها على عددها، إلا أنه يؤخذ على هذه الطريقة أمران:

[١] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ٦٦.

[٢] - الحناوي. محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ١٤٩.

[٣] - المهيلمي.عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٦١.

- إن الطريقة البسيطة لحساب المتوسط تعطي أوزاناً متساوية لكل الأسعار بغض النظر عن حداثة السعر أو قدمه.
- يتم إسقاط الأسعار في بداية السلسلة وفقدها تماماً من الحساب بمرور الوقت.

- المتوسط المتحرك المرجح: المقصود بالترجيح هو إعطاء أهمية أكبر للأسعار الحديثة، ويتم حساب المتوسط المرجح بإعطاء كل سعر من الأسعار التي يضمها المؤشر وزناً مختلفاً حسب أقدمية السعر، وبصفة عامة يعطي وزناً للسعر مكافئاً لترتيب اليوم في السلسلة الزمنية، ويعاب عليه أيضاً أنه يسقط من الحساب الأسعار في بداية السلسلة الزمنية.
- المتوسط المتحرك الأسي: اتجه المحللون إلى استخدام المتوسط المتحرك الأسي حيث أنه لا يسقط أي سعر من الأسعار القديمة وذلك لأنه من الخطأ تجاهل الأسعار التاريخية تماماً حيث أنها تظل ذات دلالة وإن كانت متناقصة الأهمية، ويتم حسابه بالمعادلة التالية[1]:

$$سَ_{ن} = سَ_{ن-١} + م (س_{ن} - سَ_{ن-١})$$

حيث:

$س_{ن}$ = السعر الفعلي للسهم في الفترة ن.

$سَ_{ن-١}$ = المتوسط الأسي لسعر السهم في الفترة ن-١ والذي يتخذ كأساس للتنبؤ في الفترة ن.

م: معامل التمهيد الأسي، وتتراوح قيمته بين الصفر والواحد وهو يعكس نسبة الانحراف عن المتوسط.

ويستخدم المتوسط المتحرك في اتخاذ قرار الشراء أو البيع للأسهم العادية على الشكل التالي[2]:

- قرار الشراء: حيث يرى الفنيون أن قرار الشراء يكون مناسباً إذا تحققت القواعد الثلاثة الآتية على خريطة المتوسط المتحرك:
  - أن يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متجهاً للصعود.
  - السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود.
  - يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم ثم يعود للارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

[1] - غنيم. حسين عطا، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٧٦.

[2] - الحناوي. محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ١٥٠.

- قرار البيع: يرى الفنيون أن قرار بيع الأسهم يكون مناسباً إذا تحققت القواعد التالية:
  - يكون سعر السهم والمتوسط المتحرك متجهاً للهبوط.
  - السعر الفعلي للسهم أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه نحو الهبوط.
  - يحدث أن يكون المتوسط المتحرك أعلى من السعر الفعلي الذي يتجه للارتفاع ثم يعود مرة أخرى للهبوط.

إحدى عشر – المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

من خلال ما سبق يمكن أن نوجز أهم نقاط الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني من عدة نواحي:

١. **من حيث المفهوم:**

- التحليل الأساسي**:** هو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو في ظروف الصناعة التي تنتمي إليها أو ظروف المنشأة ذاتها.
- التحليل الفني: هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول لسهم معين أو لمجموعة معينة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة.

٢. **من حيث أسلوب المحلل:**

- التحليل الأساسي**:** دراسة القوائم المالية للشركة ومقارنة نتائج أعمالها الحالية بالفترات السابقة، ويحلل توجهات الإدارة وسياساته المختلفة في ظل متغيرات السوق المؤثرة على نشاط الشركة، وكذلك توقعات نتائج أعمالها في المستقبل القريب والبعيد.
- التحليل الفني: دراسة قوى العرض والطلب من خلال دراسة وتحليل البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار الأسهم وحجم التداول لغاية التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة والتنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً.

٣. **من حيث هدف التحليل:**

- التحليل الأساسي**:** تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم الذي تصدره الشركة.
- التحليل الفني: اكتشاف نمط لحركة الأسعار وتحديد نقاط الدعم والمقاومة.

٤. **من حيث الغاية من التحليل:**

- التحليل الأساسي: المساعدة في اختيار الشركة التي ينبغي الاستثمار بأسهمها واتخاذ القرار الاستثماري بالشراء أو البيع.
- التحليل الفني: تحديد التوقيت السليم للاستثمار (توقيت البيع وتوقيت الشراء)، وتحديد نقطة وقف الخسارة.

٥. **من حيث اهتمام المحلل:**

- المحلل الأساسي: يهتم بدراسة أسباب حركة الأسعار ويبحث على الدوام عن السبب وراء تحرك الأسعار في اتجاه معين.
- المحلل الفني: يهتم بمقدار حركة الأسعار ومداها بالإضافة إلى المدة التي استغرقتها وكذلك حجم التداول وأهم من ذلك كله أثر الحركة على وضع السوق كله.

٦. **من حيث المستفيدين من التحليل:**

- التحليل الأساسي: المستثمرين على المدى المتوسط والطويل، نتيجة لتفاعل العديد من العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية.
- التحليل الفني: المضاربين والمستثمرين على المدى القصير، حيث أن قرارات التداول تبنى على اختيارات نفسية بالدرجة الأولى، حيث أن حركة الأسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المستثمرين وأطماع المضاربين وعواطف وآمال ومخاوف كافة المتعاملين في السوق.

٧. **من حيث علاقته بكفاءة السوق:**

- التحليل الأساسي**:** لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدامه في السوق الكفء حيث أن الأسواق قد استوعبت كل المعلومات المتعلقة بقيمة الأسهم.
- التحليل الفني**:** لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدامه في السوق ضعيف الكفاءة، حيث أن أسعار الأسهم في الماضي قد عكست كل المعلومات المتاحة وبالتالي لا علاقة لتحركات الأسعار في الماضي بالأسعار المستقبلية.

٨. **من حيث البيانات الخاضعة للتحليل:**

- التحليل الأساسي:
  - متغيرات اقتصادية مثل: السياسة المالية، السياسة النقدية، الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، أسعار الصرف، معدل الفائدة.
  - ظروف الصناعة: مثل دورة حياة الصناعة، الطلب على منتجات الصناعة، معدل ربحية الصناعة.

- المستندات والتقارير التي والوثائق التي تصدرها الشركة مثل حساب الأرباح والخسائر، الميزانية العمومية...، إضافة إلى طبيعة عمل الشركة ومركزها التنافسي وكفاءة الإدارة ...
- التحليل الفني: عوامل السوق نفسه مثل: أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، اتساع السوق...

٩. **من حيث الانتقادات الموجهة إليه:** مع ملاحظة أن الانتقادات الموجهة لأحد التحليلين تعتبر بمثابة مزايا للآخر :

- التحليل الأساسي:
  - صعوبة التحليل الأساسي واستهلاكه لكثير من الوقت.
  - يعتمد المحلل الأساسي على المعلومات المحاسبية التي تتسم بالعديد من العيوب منها عدم الدقة، وعدم قابليتها للمقارنة في حال إتباع الشركات لطرق محاسبية مختلفة.
  - يحتاج المحلل الأساسي إلى قدر كبير من المعلومات، والتي يصعب في بعض الأحيان توافرها.
  - يتجاهل تأثير العديد من العوامل النفسية والغير معقولة والتي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، يرتكز الاعتراض الرئيسي على افتراض السوق الكفء، حيث أثبتت الدراسات أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم في السوق الكفء، وبالتالي لن يتمكن أياً من المستفيدين من تحقيق أرباح غير عادية من خلال استغلال المعلومات المتعلقة بالأسهم.
- التحليل الفني:
  - إن النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معين وأسعار الأسهم قد لاتتكرر، وبذلك فإن الأسلوب الذي نجح من قبل ممكن أن يفشل في دورات السوق التالية.
  - إن نماذج الأسعار المحددة قد تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ.
  - إن اختبار قواعد التعامل المحددة تتطلب قدراً كبيراً من الحكم الموضوعي، إضافة إلى وجود قواعد لا يمكن اختبارها ومعرفة مدى سلامتها.
  - تتغير قاعد التحليل الفني باستمرار مما يوجب على المحللين الفنيين أن يقوموا بتطويرها بمرور الوقت وبما يتناسب مع الظروف البيئية الجديدة.

- على المحلل الفني أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينيه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار.
- يندر تحقيق عائد غير عادي باستخدام التحليل الفني.

الخلاصة: إن الكثير من المحللين الأساسيين يشككون في فاعلية التحليل الفني وفي أهميته في بناء إستراتيجيات الاستثمار وفي اتخاذه كأساس لقرارات البيع والشراء، في حين يرى أنصار التحليل الفني أنه الطريقة الوحيدة التي يمكن الاعتماد عليها لتحقيق النجاح المنشود في التداول وإدارة الاستثمارات في البورصة وأن الذين يتبعون طرق التحليل الأخرى يضعون أنفسهم خارج السوق ويقرون باستقلالية العوامل التي سيكون لها أكبر الأثر في تحديد القيمة، إلا أن الحقيقة تكمن بين هذين الرأيين المتباينين حيث أن الاختلاف بين التحليلين جعل دورهما متكاملاً في عملية صنع القرار الاستثماري، حيث أن عملية صنع القرار الاستثماري تنقسم إلى مرحلتين منفصلتين: التحليل والتوقيت، ويتم تطبيق التحليل الأساسي في المراحل المتقدمة من عملية صنع القرار حيث يمكن من خلاله اختيار الشركة التي ينبغي الاستثمار بأسهمها بعد تحديد القيمة الحقيقية لهذا السهم، في حين أن التحليل الفني يمكننا من تحديد نقاط الدخول والخروج من السوق أي التوقيت المناسب لبيع السهم وشرائه، وبالتالي نجد أن أحدهما لا يحل محل الآخر في عملية صنع القرار الاستثماري وإن المستثمر الذكي هو الذي يعرف متى يستعمل هذا التحليل ومتى يلجأ إلى التحليل الآخر.

الفصل الرابع:

"دراسة عملية على سوق دبي المالي"

١. نطاق مجتمع الدراسة ووصف عينتها.

٢. الأساليب المستخدمة في جمع البيانات.

٣. اختبار صدق أداة الدراسة وثباتها.

٤. الأساليب الإحصائية المتبعة في تحليل البيانات.

٥. الدراسة الديمغرافية.

٦. تحليل نتائج الاستبيان.

٧. النتائج والتوصيات.

أولاً – نطاق مجتمع الدراسة ووصف عينتها:

١. مجتمع الدراسة: ارتباطاً بمشكلة الدراسة وأهدافها وفرضياتها، تم تحديد مجتمع الدراسة بجميع المستثمرين الفاعلين في سوق دبي المالي خلال الفترة الممتدة من ١/١/ ٢٠٠٨ ولغاية ٢٠٠٩/٤/٣٠، والذي بلغ عددهم / ١١٤,٠٠٠/ مستثمر منقسمين حسب طبيعتهم إلى أفراد ومؤسسات وحسب جنسياتهم إلى: عرب وخليجيين وإماراتيين وأجانب.

٢. وصف العينة: قدم كل من كيجيسي ومورجان[١] الجدول التالي لتحديد حجم العينة والذي يسهل اتخاذ قرار جيد[٢]:

حجم المجتمع	حجم العينة
١٠	١٠
١٥	١٤
٢٠	١٩
٢٥	٢٤
٣٠	٢٨
٣٥	٣٢
٤٠	٣٦
.....	.....
.....	.....
١٠٠٠٠	٣٧٠
١٥٠٠٠	٣٧٥
٢٠٠٠٠	٣٧٧
٣٠٠٠٠	٣٧٩
٤٠٠٠٠	٣٨٠
٥٠٠٠٠	٣٨١
٧٥٠٠٠	٣٨٢
١٠٠٠٠٠	٣٨٤

الجدول رقم (٧)

ويرى بازرعه[١] أنه عندما يزيد حجم المجتمع على / ١٠٠٠/ شخص فأكثر فإن حجم العينة الممثلة لذلك المجتمع هو ٣٠٠ شخص لأنه يرى أن زيادة حجم المجتمع عن / ١٠٠٠/ شخص ستجعل الزيادة في حجم العينة ضئيلة جداً، وتكاد تكون بعد ذلك الزيادة في حجم العينة بلا جدوى.

[١] - مورجان، مرجع سابق ١٩٧٠.

[٢] - سيكاران ١٩٩٨، مرجع سابق ، ٣٨٨.

وبناء على ما سبق تم اختيار عينة تتكون من / ٣٨٥/ مستثمر من المستثمرين بسوق دبي المالي، وتم استخدام أسلوب العينة العشوائية الطبقية، حيث تم تقسيم المجتمع المدروس حسب طبيعة المستثمرين إلى أفراد ومؤسسات، وحسب جنسياتهم إلى إماراتيين وعرب وخليجيين وأجانب.

وبناءً على ذلك تم توزيع /٣٨٥/ استبيان على المستثمرين في سوق دبي المالي وذلك عن طريق شركات الوساطة، وقد كان عدد الاستبيانات المرتجعة / ٣١٥/ استبيان أي ما نسبته ٨١% بعد استبعاد الاستبيانات التي لم تستوفي البيانات المطلوبة وهي نسبة جيدة إحصائياً، وفيما يلي تبين الجداول التالية توزيع المستثمرين المجيبين على الاستبيانات وفقاً لـ: جنسياتهم، طبيعتهم، مؤهلاتهم العلمية، تخصصهم العلمي، مجال عملهم الوظيفي، مدة استثمارهم بالسوق، حجم استثماراتهم، أنماط استثمارهم.

- توزيع المستثمرين حسب طبيعتهم :

توزيع المستثمرين وفقاً لطبيعتهم

	الأفراد	الشركات	الاجمالي
النسبة	80.8%	19.2%	100.0%
العدد	253	60	313

الجدول رقم (٨)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة الأفراد بلغت ٨٠,٨ % من إجمالي العينة في حين بلغت نسبة الشركات ١٩,٢ %، وهي تمثل بذلك المجتمع الإحصائي تمثيلاً جيداً حيث تبلغ نسبة المستثمرين من الأفراد الفاعلين خلال الفترة من ٢٠٠٨/١ ولغاية ٤/ ٢٠٠٩ وذلك وفقاً لحجم تداولهم ٧٢% من إجمالي عدد المستثمرين، أي أن المستثمرين الأفراد يؤثرون بـ ٧٢ % من إجمالي حركة السوق، في حين تسيطر الشركات المستثمرة على اختلاف أنواعها من صناديق استثمارية ومؤسسات حكومية وشركات أخرى .. تسيطر على ٢٨% فقط من إجمالي التداول في سوق دبي المالي[٢].

[١] - بازرعة . مرجع سابق – ١٩٨٠.

[2] - www.dfm.ae

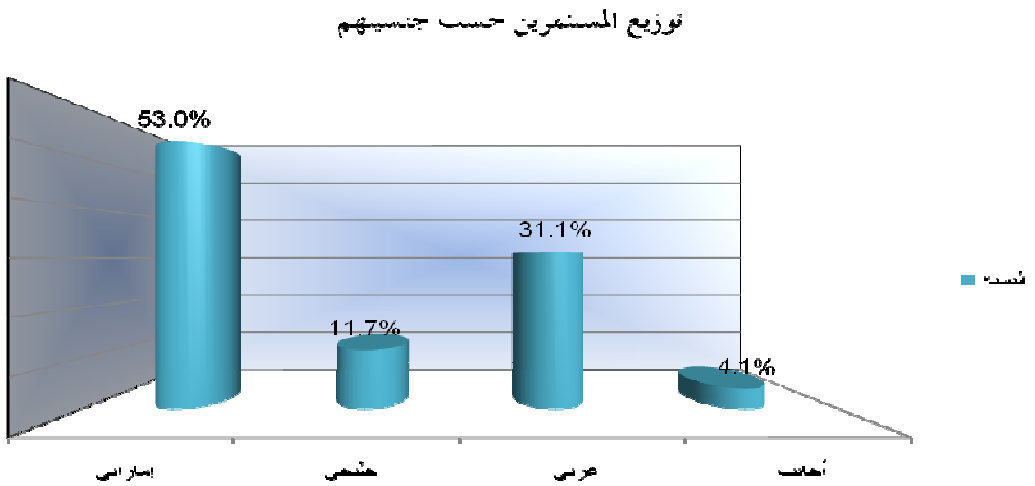
- توزيع المستثمرين حسب جنسياتهم:

		حسب الجنسية				
	الجنسية	إماراتي	خليجي	عربي	جنسيات أخرى	الإجمالي
الأفراد	النسبة	53.4%	8.3%	34.8%	3.6%	100.0%
	العدد	135	21	88	9	253
الشركات	النسبة	51.6%	25.8%	16.1%	6.5%	100.0%
	العدد	32	16	10	4	62
الإجمالي	النسبة	53.0%	11.7%	31.1%	4.1%	100.0%
	العدد	167	37	98	13	315

الجدول رقم (٩)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة الكبيرة من العينة هي للإماراتيين الأفراد والشركات حيث بلغت نسبة الإماراتيين في العينة / ٥٣% / في حين بلغت نسبة غير الإماراتيين ٤٧ % مقسمة إلى: ٣١,١ % عرب، ١١,٧ % خليجيين، ٤,١ % جنسيات أخرى.

وهي نسبة ممثلة بشكل جيد للمجتمع المدروس حيث بلغت نسبة الإماراتيين الفاعلين في سوق دبي المالي بناء على أحجام تداولهم في السوق خلال الفترة الممتدة من ١/ ٢٠٠٨ ولغاية ٤/ ٢٠٠٩ بلغت ٦٣ % في حين بلغت نسبة الأجانب من غير الإماراتيين ٣٧ %[1].



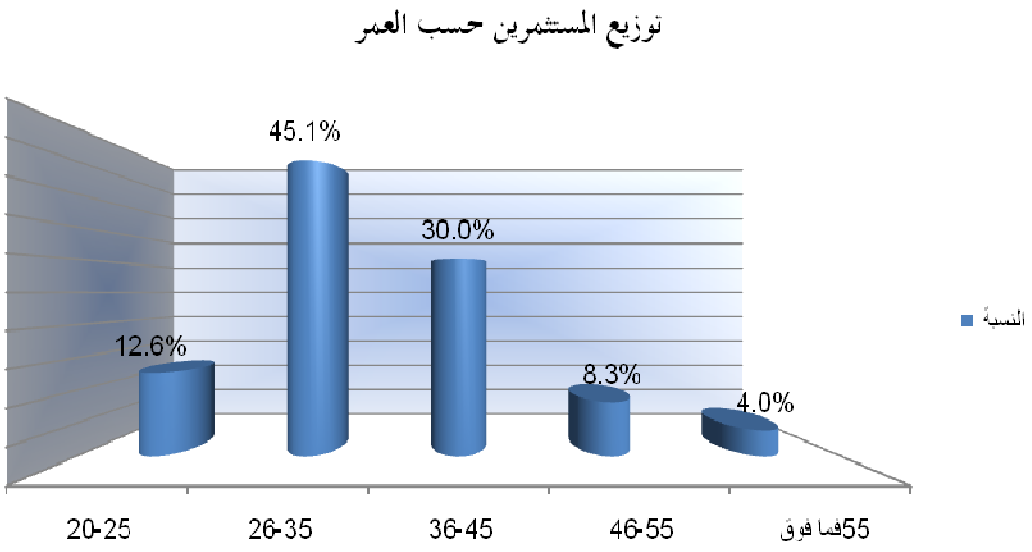
[1] - www.dfm.ae

- توزيع المستثمرين الأفراد حسب العمر:

توزيع المستثمرين حسب العمر						
العمر	25-20	35-26	45-36	55-46	٥٥فما فوق	الإجمالي
النسبة	12.6%	45.1%	30.0%	8.3%	4.0%	100.0%
العدد	32	114	76	21	10	253

الجدول رقم (١٠)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن العينة تركزت بشكل عام على الفئات العمرية الشابة حيث بلغت نسبة الذين تتراوح أعمارهم بين ٢٦ وَ ٣٥ سنة ٤٥ % ، في حين تأتي نسبة المجيبين والذين ينتمون إلى الفئة العمرية من ٣٦ – ٤٥ سنة في المرتبة الثانية حيث بلغت ما نسبته ٣٠% من إجمالي المجيبين، في حين بلغت باقي الفئات العمرية الأولى والرابعة والخامسة ما نسبته ١٢,٦%، ٨,٣ % ، ٤ % على التوالي.

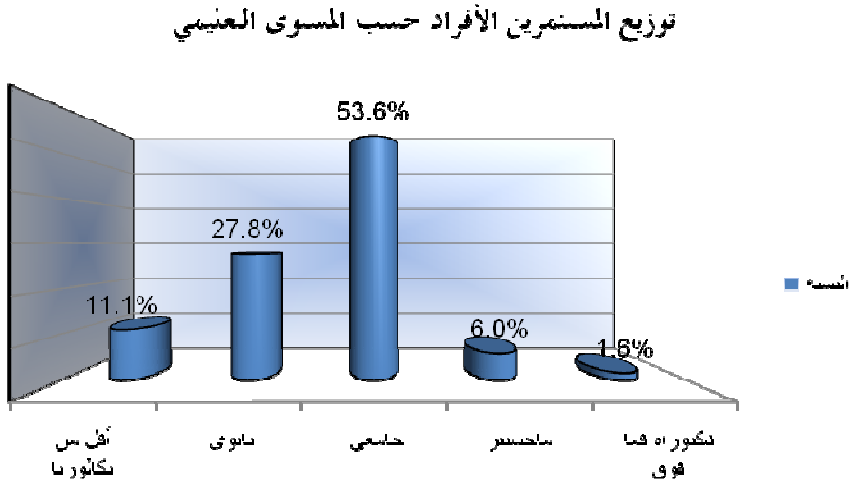


- توزيع المستثمرين الأفراد حسب المستوى التعليمي:

توزيع المستثمرين الأفراد حسب المستوى التعليمي						
المستوى التعليمي	أقل من بكالوريا	ثانوي	جامعي	ماحستير	دكتوراه فما فوق	الإجمالي
النسبة	11.1%	27.8%	53.6%	6.0%	1.6%	100.0%
العدد	28	70	135	15	4	252

الجدول رقم (١١)

يلاحظ من الجدول أعلاه أن أكثر من ٦١% من المجيبين من حملة الشهادة الجامعية فما فوق، مما يعطي مؤشراً للاطمئنان أن المجيبين كانوا قادرين على استيعاب الاستبيان والإجابة عليه بطريقة فاعلة، كما تضمنت العينة ما نسبته ٣٩ % ممن لم يصلوا للمرحلة الجامعية لتشمل بذلك عينة المجيبين كافة شرائح المجتمع على اختلاف مستوياتهم التعليمية.

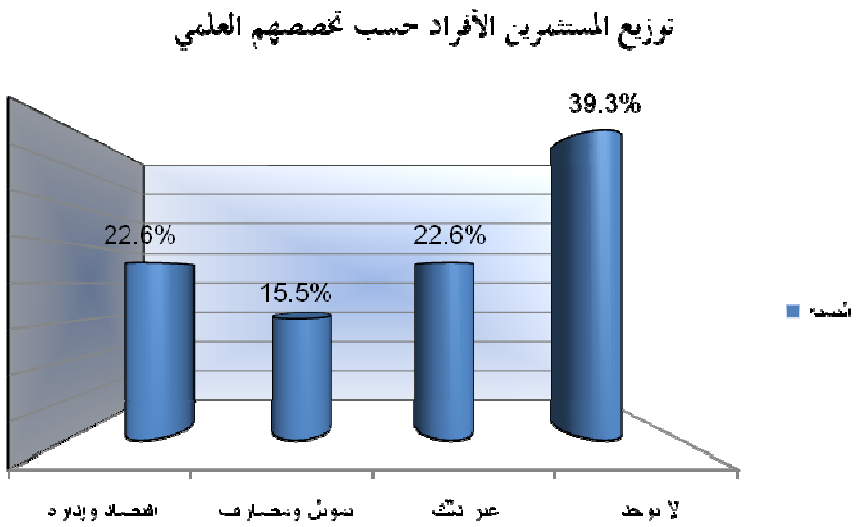


- توزيع المستثمرين الأفراد حسب التخصص العلمي:

توزيع المجيبين من المستثمرين الأفراد حسب التخصص العلمي					
التخصص	اقتصاد وإدارة	تمويل ومصارف	غير ذلك	لا يوجد	الإجمالي
النسبة	22.6%	15.5%	22.6%	39.3%	100.0%
العدد	57	39	57	99	252

الجدول رقم (١٢)

نلاحظ من الجدول أعلاه والذي يبين توزيع المجيبين بناءً على تخصصهم العلمي أن النسبة الأكبر منهم كانت لمن لا يملك تخصص علمي حيث بلغت ٣٦,٥% وهي الفئة التي يبلغ مستواها التعليمي ثانوية وأقل، أما في الفئة الثانية (غير ذلك) فهي تشمل حملة الشهادات الجامعية فما فوق من الاختصاصات التي ليس لها علاقة بالتمويل أو المحاسبة أو الاقتصاد أو الإدارة وبلغت ما نسبته / ٢٤,٣ %/ ، في حين بلغت نسبة حملة الشهادات الجامعية فما فوق من اختصاصي الاقتصاد أو الإدارة ٢٢,٦ %، أما حملة الإجازة الجامعية فما فوق باختصاص تمويل أو مصارف فقد بلغت نسبتهم ١٦,٥ % من إجمالي نسبة المجيبين، وبذلك نجد أن العينة شملت كافة شرائح المجتمع وعلى كافة الاختصاصات.

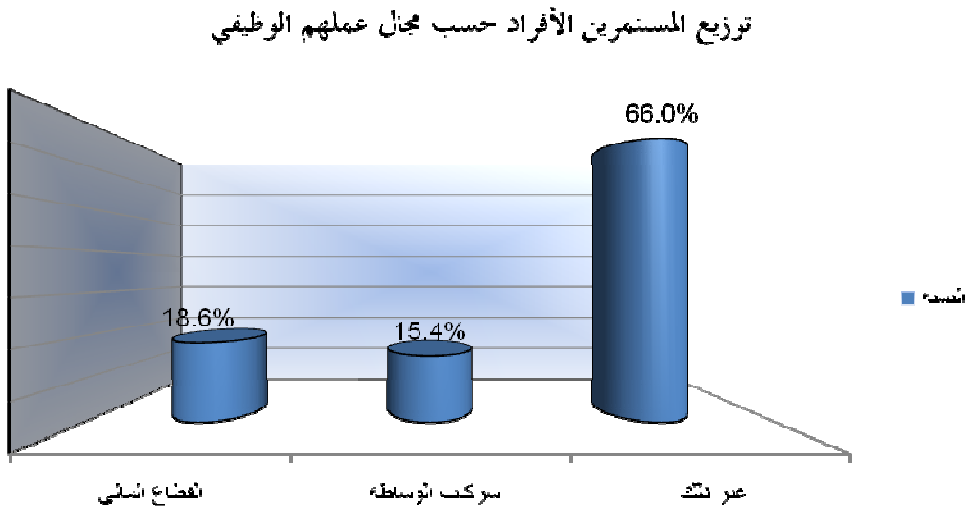


- توزيع المستثمرين الأفراد حسب مجال عملهم الوظيفي:

توزيع المجيبين من المستثمرين الأفراد حسب مجال عملهم الوظيفي				
مجال العمل	القطاع المالي	شركات الوساطة	غير ذلك	الإجمالي
النسبة	18.6%	15.4%	66.0%	100.0%
العدد	47	39	167	253

الجدول رقم (١٣)

يبين الجدول أعلاه أن النسبة الأكبر من المجيبين كانت للعاملين في المجالات التي لاتتعلق بالقطاع المالي أو الاستثماري حيث بلغت هذه النسبة حوالي ٦٦ % من إجمالي المجيبين، في حين بلغت نسبة العاملين في القطاع المالي ١٨,٦ % ، أما العاملين في مجال الاستثمار (شركات الوساطة) فقد بلغت نسبتهم ١٥,٤ % من إجمالي العينة.



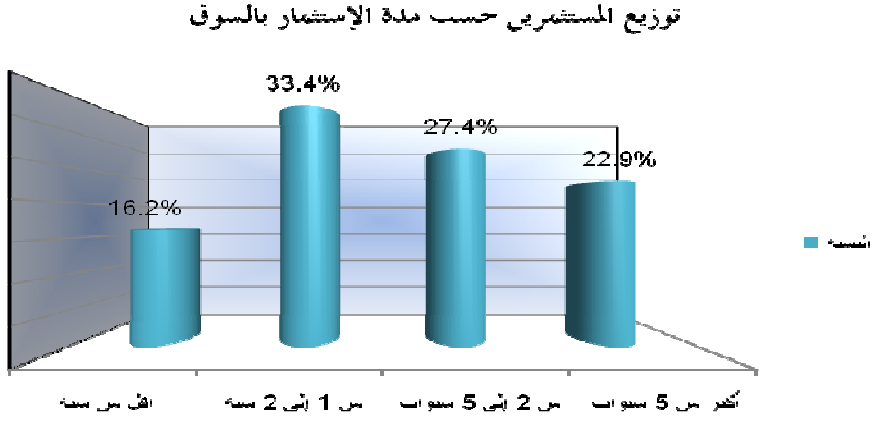
- توزيع المستثمرين حسب مدة الاستثمار بالسوق:

توزيع المستثمرين حسب مدة الاستثمار بالسوق

	مدة الاستثمار	اقل من سنة	من ١ إلى ٢ سنة	من ٢ إلى ٥ سنوات	أكثر من ٥ سنوات	الإجمالي
الأفراد	النسبة	18.7%	31.3%	26.2%	23.8%	100.0%
	العدد	47	79	66	60	252
الشركات	النسبة	6.5%	41.9%	32.3%	19.4%	100.0%
	العدد	4	26	20	12	62
الإجمالي	النسبة	16.2%	33.4%	27.4%	22.9%	100.0%
	العدد	51	105	86	72	314

الجدول رقم (١٤)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة الأكبر من العينة كانت للفئة التي بلغت مدة استثمارها بالسوق بين السنة والسنتين حيث بلغت ٣٣,٤ % ، في حين جاء في المرتبة الثانية المستثمرين الذين بلغت فترة إستثمارهم بالسوق من ٢ إلى ٥ سنوات حيث بلغت ٢٧,٤ %، أما الفئة الأكثر خبرة وتواجداً في السوق والتي بلغت فترة تواجدها في السوق أكثر من ٥ سنوات فقد بلغت نسبتها ٢٢,٩ % من إجمالي العينة، وكانت النسبة الأقل للمستثمرين الأقل خبرة والذي بلغت فترة تواجدهم في السوق أقل من سنة حيث بلغت نسبتهم ١٦,٢ % من إجمالي العينة فقط، وذلك يدل على أن العينة تملك الخبرة الكافية للإجابة على أسئلة الاستبيان، علماً أن سوق دبي المالي هو سوق حديث العهد نسبياً حيث تأسس منذ عام الـ ٢٠٠١ فقط.

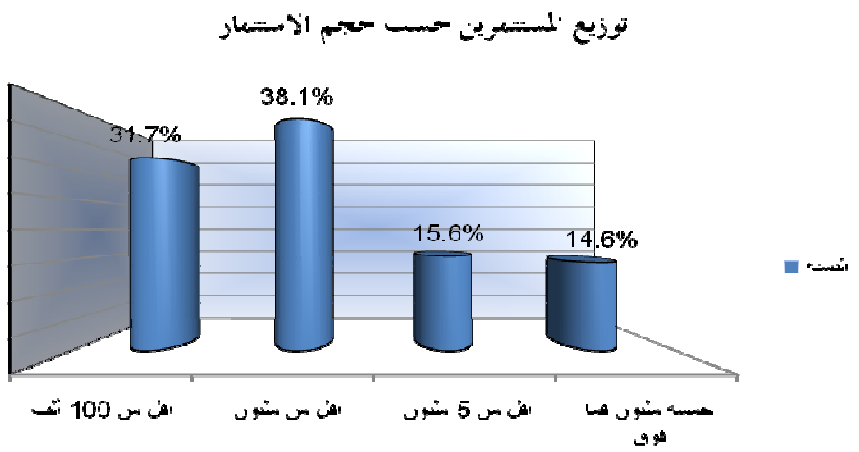


- توزيع المستثمرين حسب حجم الاستثمار:

توزيع المستثمرين حسب حجم الاستثمار						
	حجم الاستثمارات	اقل من ١٠٠ ألف	اقل من مليون	اقل من ٥ مليون	خمسة مليون فما فوق	الإجمالي
الأفراد	النسبة	38.7%	41.9%	10.7%	8.7%	100.0%
	العدد	98	106	27	22	253
الشركات	النسبة	3.2%	22.6%	35.5%	38.7%	100.0%
	العدد	2	14	22	24	62
الإجمالي	النسبة	31.7%	38.1%	15.6%	14.6%	100.0%
	العدد	100	120	49	46	315

الجدول رقم (١٥)

بلغت نسبة صغار المستثمرين والذين يبلغ حجم استثماراتهم أقل من ١٠٠ ألف ما نسبته ٣١,٧ % من إجمالي العينة، في حين بلغت نسبة كبار المستثمرين ممن تبلغ استثماراتهم ٥ مليون فما فوق ما نسبته ١٤,٦ % فقط من إجمالي العينة وهي النسبة الأقل في العينة، في حين كانت النسبة الأكبر والبالغة ٣٨,١% للمستثمرين الذين تراوحت استثماراتهم بين ١٠٠ ألف وَ مليون، أما المستثمرين الذين كانت استثماراتهم أكثر من مليون وأقل من ٥ مليون فقد بلغت نسبتهم ١٥,٦ % من إجمالي العينة، وبذلك نجد أن العينة قد شملت كافة شرائح المستثمرين من حيث حجم استثماراتهم، من صغار مستثمرين وكبار مستثمرين.

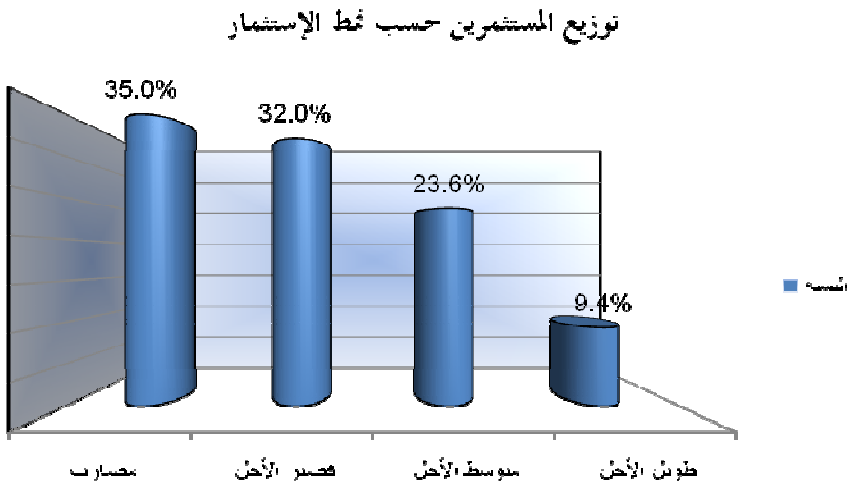


- توزيع المستثمرين الأفراد حسب نمط استثمارهم:

توزيع المستثمرين حسب نمط الاستثمار						
	نمط الاستثمار	مضارب	قصير الأجل	متوسط الأجل	طويل الأجل	الإجمالي
الأفراد	النسبة	37.6%	30.0%	22.0%	10.4%	100.0%
	العدد	94	75	55	26	250
الشركات	النسبة	23.7%	40.7%	30.5%	5.1%	100 %
	العدد	14	24	18	3	59
الإجمالي	النسبة	35 %	32 %	23.6%	9.4%	100 %
	العدد	108	99	73	29	309

الجدول رقم (١٦)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن أنماط المستثمرين في العينة كانت متنوعة، وكانت النسبة الأكبر منهم للمستثمرين المضاربين حيث بلغت ٣٥ % من إجمالي العينة وجاء في المرتبة الثانية المستثمرين قصيري الأجل بنسبة ٣٢ % ، في حين كانت نسبة المستثمرين متوسطي الأجل ٢٣,٦ % ، أما المستثمرين طويلي الأجل فقد كانت نسبتهم الأقل في العينة حيث بلغت ٩,٤ % من إجمالي العينة، وسنرى فيما بعد مدى تأثير النمط الاستثماري للمستثمرين بكيفية اتخاذ القرار الاستثماري ومدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني.



ثانياً – الأساليب المستخدمة في جمع البيانات:

١. قائمة الاستبيان:

لتحقيق أهداف هذه الدراسة واختبار فرضياتها وجمع البيانات اللازمة، اعتمدت الباحثة على استخدام استمارة الاستبيان وأسلوب التحليل الإحصائي كأداتين متكاملتين، حيث صممت استمارة الاستبيان لهذا الغرض، وقد تضمنت معلومات عامة عن المستثمرين تتعلق بطبيعتهم وجنسياتهم ومؤهلاتهم وتخصصهم العلمي وحجم استثماراتهم بالسوق ومدتها ونمطهم الاستثماري، هذا بالإضافة إلى مجموعة من البنود تم استخلاصها من خلال البحوث والرسائل العلمية السابقة التي أجريت والمرتبطة بموضوع الدراسة، ووزعت هذه الاستبيانات على المستثمرين في سوق دبي المالي عن طريق شركات الوساطة المالية المعتمدة من قبل هيئة الأوراق المالية والسلع، وغطت بذلك أسئلة الاستبيان أهداف الدراسة وفرضياتها، وقد قسمت أسئلة الإستبيان إلى المجموعات التالية وفقاً للغرض منها على الشكل التالي:

- المجموعة الأولى: مجموعة من الأسئلة الشخصية والهدف منها هو التعرف على طبيعة المستثمر ومؤهلاته العلمية وحجم استثماراته ونمطه الاستثماري و .....
- المجموعة الثانية: والغرض منها هو التعرف على مدى اعتماد المستثمرين على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري، إضافة إلى اختبار العلاقة ما بين التحليلين الأساسي والفني.
- المجموعة الثالثة: والغرض منها هو التعرف على مدى أهمية مصادر المعلومات المتاحة عند اتخاذ القرار الاستثماري، ومعرفة المصادر الأكثر أهمية.
- المجموعة الرابعة: والهدف منها هو التعرف على العوامل المؤثرة في اتخاذ المستثمر لقراره الاستثماري بناء على أهميتها النسبية ومعرفة العوامل الأكثر أهمية فيها.
- المجموعة الخامسة: والهدف منها هو اختبار مدى الوعي الاستثماري الموجود لدى المستثمرين بسوق دبي المالي ومدى معرفتهم بمؤشرات التحليل الأساسي والفني، إضافة إلى التعرف على أكثر مؤشرات التحليل الأساسي والفني أهمية.

٢. المقابلات الشخصية: قامت الباحثة بعدد من المقابلات الشخصية مع عدد من المستثمرين، وعدد من المحللين الماليين والفنيين وكبار الموظفين في سوق دبي المالي وذلك للاستفسار عن بعض الأمور التي تساعد في إعداد الاستبيان وتوزيعه بالطريقة الأمثل التي تخدم أغراض البحث وفروضه، وكذلك لتدعيم البيانات التي تم تجميعها عن طريق الإستبيان.

٣. التقارير السنوية والنشرات الدورية لسوق دبي المالي: وذلك لغرض التعرف على وضع السوق المالي والتطورات الحاصلة عليه، وكذلك التعرف على أنماط المستثمرين فيه وأحجام تداولاتهم في السوق.

ثـالثـاً – اختبار صـدق أداة الـدراسـة وثبـاتـهـا:

١. اختبار صدق أداة الدراسة: تم عرض الاستبيان على عدد من المحكمين المتخصصين في مجال الأسواق المالية وعدد من الخبراء ومختصين في مجال الإحصاء التطبيقي وذلك لغرض اختبار صدق الاستبيان ومدى تحقيقه لأهداف الدراسة وفروضها، وأبدى المحكمين بعض الملاحظات المتعلقة بالأسئلة وتم الأخذ بها عند إعداد الاستبيان بشكله النهائي، وفيما يلي أسماء الأساتذة المحكمين:

- الدكتور محمد جليلاتي - المدير التنفيذي لسوق دمشق للأوراق المالية.
- الدكتور راغب غصين - دكتور في جامعة دمشق – إختصاص: المحاسبة إدارية.
- الدكتور راتب البلخي - دكتور في الاقتصاد – اختصاص: الإحصاء التطبيقي.
- سعادة السيد عيسى كاظم - رئيس مجلس الإدارة التنفيذي لسوق دبي المالي.
- سعادة السيد راشد عبد الكريم البلوشي - نائب الرئيس التنفيذي لسوق أبو ظبي للأوراق المالية.
- السيد فوزي بهزاد - خبير في هيئة الأوراق المالية والسلع.
- الدكتور ريان ليماند - مستشار إقتصادي في مكتب الرئيس التنفيذي لهيئة الأوراق المالية والسلع.
- السيد أحمد بيطار - مدير قسم التطوير في سوق دبي المالي.

وقد تم توزيع الاستبيان على المستثمرين في سوق دبي المالي عن طريق شركات الوساطة المالية وبإشراف سوق دبي المالي الذي قدم أكبر مساعدة ممكنة في توزيع الاستبيانات، وتقديم كافة المعلومات الضرورية.

١. اختبار موثوقية أداة الدراسة وثباتها: حيث تشير درجة الموثوقية إلى مدى الاتساق الداخلي بين إجابات العينة عن أسئلة الاستبيان، ويتم حسابها باستخدام معامل ألفا كرونباخ الذي يقيس نسبة تباين الإجابات، وعليه فإنه كلما كانت درجة الارتباط بين الإجابات عالية كلما كان معامل ألفا عالياً والعكس صحيح، وتعتبر القيمة المقبولة إحصائيا لمقياس ألفا هي ٦٠ % فأكثر[1].

ولقد تم اختبار موثوقية مفردات الاستبيان إحصائياً باستخدام معامل ألفا وقد أوضحت نتائج هذا الاختبار أن معامل ألفا كرونباخ قد بلغ (٨٥ %) لجميع أسئلة الاستبيان، وهي قيمة مرتفعة نسبياً

[1] - Sekaran Uma, Research Methods for Business: A Skill Building Approach, Second Edition, NewYork, John Willey & Sons, p 287.

وتجاوزت الحد المقبول ٦٠% مما يدل على ثبات الاستبيان واتساقه الداخلي وهو يعني أنه لو تم توزيع الاستبيان على عينة أخرى من المستثمرين غير التي تمت دراستها فإن هناك احتمالاً قدره (٨٥%) للحصول على نفس النتائج التي تم الحصول عليها.

رابعاً – الأساليب الإحصائية المتبعة في تحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة:

تم استخدام مجموعة الأساليب الإحصائية المناسبة لتحليل البيانات التي تم جمعها من عينة الدراسة واختبار فرضيات الدراسة، وهي كالتالي:

- الوسط الحسابي: إذ يمكن من خلاله معرفة القيمة التي تتركز حولها إجابة المستقصى منهم، وقد تم استخدام هذا المقياس للحصول على متوسط للإجابات عن أسئلة الاستبيان ذات التقييم الخماسي، كما تم استخدام هذا الوسط كمؤشر لترتيب البنود الواردة في استمارة الاستبيان حسب أهميتها أو درجة الموافقة عليها، أو درجة استخدامها من وجهة نظر أفرادها.
- الإنحراف المعياري: يستخدم لقياس درجة التشتت في البيانات، حيث أن ارتفاع قيمة الانحراف المعياري يشير إلى وجود اختلاف أو تفاوت كبير بين وجهات نظر أفراد العينة.
- الخطأ المعياري: هو عبارة عن الخطأ في الوسط الحسابي وهو دلالة على دقة الوسط الحسابي كتقدير لوسط المجتمع.
- معامل الارتباط الخطي: هو اختبار يستخدم لمعرفة درجة (قوة) الارتباط بين متغيرين أو مجموعتين من البيانات، وكذلك لمعرفة مدى وجود فروق جوهرية في ترتيب أهمية متغيرين أو مجموعتين من البيانات.
- تحليل التباين المشترك للمتغيرات المتعددة: ويستخدم في تحليل التباين لتفسير ظاهرة معينة وذلك بتحديد متغير تابع يفسر من قبل متغير آخر، وقد تم استخدام هذا المقياس لغاية دراسة تأثير العوامل الديمغرافية.
- تحليل قوة الاختبار الإحصائي T – TEST : وتستخدم لاختبار صحة فرضية بأن عينة تنتمي إلى مجتمع ذي قيمة وسطية معروفة وانحراف معياري غير معروف.

خـامسـاً – الـدراسـة الـديمـغرافيـة:

تم إجراء اختبار تحليل التباين المشترك للمتغيرات المتعددة وذلك لدراسة أثر المتغيرات الديمغرافية: " الجنسية، العمر، المستوى التعليمي، التخصص العلمي، مجال العمل الوظيفي، مدة الاستثمار بالسوق، حجم الاستثمار بالسوق، نمط الاستثمار" على مدى اعتماد المستثمرين الأفراد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري ومدى معرفتهم بمعاييرهما وأدواتهما، كما تم دراسة أثر العوامل الديمغرافية" الجنسية، مدة الاستثمار بالسوق، حجم الاستثمار، الأسلوب الاستثماري" على مدى اعتماد المستثمرين المؤسساتيين على التحليلين الأساسي والفني وعلى مدى معرفتهم بمعاييرهما وأدواتهما، وذلك عند مستوى ثقة ٩٥% ومستوى دلالة ٥ %، وكانت النتائج مجتمعة على الشكل التالي:

- تأثير العوامل الديمغرافية للمستثمرين على مدى اعتمادهم على التحليل الأساسي:

المتغير التابع	العوامل الديمغرافية	F	مستوى الدلالة	دلالة التأثير
مدى الإعتماد على التحليل الأساسي	الجنسية	0.202	0.654	**لا يوجد**
	العمر	7.670	0.006	**يوجد**
	المستوى التعليمي	1.870	0.173	**لا يوجد**
	التخصص العلمي	1.065	0.303	**لا يوجد**
	مجال العمل الوظيفي	0.771	0.381	**لا يوجد**
	مدة الاستثمار في السوق	12.759	0.001	**يوجد**
	حجم الاستثمار	0.897	0.345	**لا يوجد**
	الأسلوب الاستثماري	8.224	0.005	**يوجد**

الجدول رقم (١٧)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيم مستوى الدلالة لكل من : الجنسية، المستوى التعليمي، التخصص العلمي، مجال العمل الوظيفي، حجم الاستثمار، هي أكبر بكثير من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لايوجد لهذه العوامل تأثير على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الفني.

بينما نجد أن مستوى الدلالة لكل من: العمر، مدة الاستثمار في السوق، الأسلوب الاستثماري هي أصغر من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% يوجد لكل من العمر ومدة الاستثمار في السوق والأسلوب الاستثماري للمستثمر تأثير ذو دلالة إحصائية على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الأساسي.

- تأثير العوامل الديمغرافية للمستثمرين على مدى اعتمادهم على التحليل الفني:

المتغير التابع	مصدر التباين	F	مستوى الدلالة	دلالة التأثير
مدى الاعتماد على التحليل الفني	الجنسية	1.237	0.267	لا يوجد
	العمر	8.146	0.005	يوجد
	المستوى التعليمي	6.139	0.014	يوجد
	التخصص العلمي	1.169	0.281	لا يوجد
	مجال العمل الوظيفي	0.315	0.575	لا يوجد
	مدة الاستثمار في السوق	6.012	0.015	يوجد
	حجم الاستثمار في السوق	0.082	0.775	لا يوجد
	نمط الاستثمار	0.754	0.386	لا يوجد

الجدول رقم (١٨)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيم مستوى الدلالة لكل من : الجنسية، التخصص العلمي، مجال العمل الوظيفي، حجم الاستثمار، نمط الاستثمار، هي أكبر بكثير من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لايوجد لهذه العوامل تأثير على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الأساسي.

بينما نجد أن مستوى الدلالة لكل من: العمر، المستوى التعليمي، مدة الإستثمار في السوق ، هي أصغر من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% يوجد لهذه العوامل تأثيراً ذو دلالة إحصائية على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الفني.

- تأثير العوامل الديمغرافية على معرفة المستثمر لأدوات ومعايير التحليل الأساسي:

المتغير التابع	مصدر التباين	F	مستوى الدلالة	دلالة التأثير
معرفة أدوات ومعايير التحليل الأساسي	الجنسية	0.132	0.717	لا يوجد
	العمر	6.532	0.011	يوجد
	المستوى التعليمي	14.272	0.000	يوجد
	التخصص العلمي	2.956	0.087	لا يوجد
	مجال العمل الوظيفي	2.829	0.094	لا يوجد
	مدة الاستثمار في السوق	7.297	0.007	يوجد
	حجم الاستثمار في السوق	2.696	0.102	لا يوجد
	نمط الاستثمار	3.099	0.080	لا يوجد

الجدول رقم (١٩)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيم مستوى الدلالة لكل من : الجنسية، التخصص العلمي، مجال العمل الوظيفي، حجم الاستثمار، نمط الاستثمار، هي أكبر بكثير من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لايوجد لهذه العوامل تأثير على مدى معرفة المستثمر بأدوات ومعايير التحليل الأساسي.

بينما نجد أن مستوى الدلالة لكل من: العمر، المستوى التعليمي، مدة الاستثمار بالسوق، هي أصغر من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% يوجد لهذه العوامل تأثير ذو دلالة إحصائية على مدى معرفة المستثمر بأدوات ومعايير التحليل الأساسي.

- تأثير العوامل الديمغرافية على مدى معرفة المستثمرين بأدوات ومعايير التحليل الفني:

المتغير التابع	مصدر التباين	F	مستوى الدلالة	دلالة التأثير
معرفة أدوات ومعايير التحليل الفني	الجنسية	0.981	0.323	لا يوجد
	العمر	6.613	0.011	يوجد
	المستوى التعليمي	16.108	0.000	يوجد
	التخصص العلمي	2.874	0.091	لا يوجد
	مجال العمل الوظيفي	1.884	0.171	لا يوجد
	مدة الاستثمار في السوق	4.901	0.028	يوجد
	حجم الاستثمار في السوق	1.678	0.196	لا يوجد
	نمط الاستثمار	0.034	0.855	لا يوجد

الجدول رقم (٢٠)

نلاحظ من الجدول السابق أن قيم مستوى الدلالة لكل من : الجنسية، التخصص العلمي، مجال العمل الوظيفي، حجم الاستثمار، نمط الاستثمار، هي أكبر بكثير من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% لايوجد لهذه العوامل تأثير على مدى معرفة المستثمر بأدوات ومعايير التحليل الفني.

بينما نجد أن مستوى الدلالة لكل من: العمر، المستوى التعليمي، مدة الاستثمار بالسوق، هي أصغر من ٠,٠٥ وهذا يعني أنه عند مستوى ثقة ٩٥% يوجد لهذه العوامل المستثمر تأثير ذو دلالة إحصائية على مدى معرفة المستثمر بأدوات ومعايير التحليل الفني.

نتائج الدراسة الديمغرافية:

- نجد أن لكل من العوامل التالية: "العمر – مدة الاستثمار بالسوق – المستوى التعليمي" تأثيراً على مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني.
- للعوامل التالية: "العمر- مدة الاستثمار بالسوق- النمط الاستثماري" تأثيراً على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الأساسي.
- كما أن للعوامل التالية: " العمر – مدة الاستثمار بالسوق – المستوى التعليمي" تأثير على مدى معرفة المستثمر بالتحليلين الأساسي والفني.

- في حين لا يوجد للعوامل الأخرى "الجنسية- التخصص العلمي- مجال العمل الوظيفي- حجم الاستثمار بالسوق" أي تأثير على مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني أو على مدى معرفتهم بأدواتهما.

سادساً – تحليل نتائج الاستبيان ومناقشتها:

أ. **المجموعة الثانية:** تناولت المجموعة الثانية عدداً من الأسئلة الموجهة للمستثمرين لمعرفة كيفية اتخاذهم لقرارهم الاستثماري وفيما إذا كانت بالاعتماد على الأسس العلمية الصحيحة والمتمثلة بالتحليلين الأساسي والفني أو بالاعتماد على أساليب أخرى، كما كانت الغاية معرفة مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني والأهمية النسبية لكل منهما ومستوى المعرفة الموجود لدى المستثمرين بمعايير وأدوات التحليلين الأساسي والفني وفيما إذا كان هناك علاقة بين مدى الاعتماد عليهما وبين مستوى المعرفة بمعاييرهما وأدواتهما.

ويناقش هذا السؤال الفرضيتين الأولى والثانية والمتمثلة بـ :

- يعتبر التحليل الأساسي مكملاً للتحليل الفني وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.
- انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.

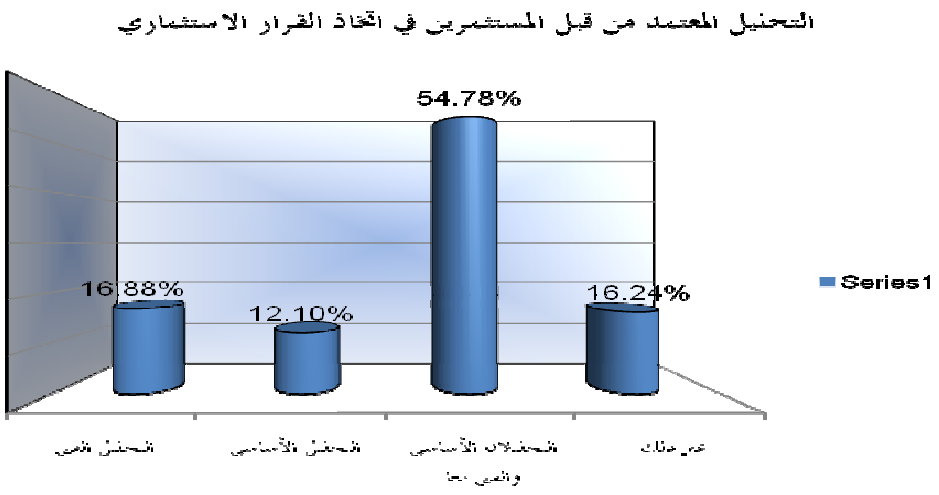
وفيما يلي نستعرض نتائج التحليل الإحصائي لنتائج المجموعة الأولى من أسئلة الاستبيان:

- التحليل المعتمد من قبل المستثمرين في عملية صنع قرارهم الاستثماري:

على أي من التحليلين تعتمد في اتخاذ قرارك الاستثماري				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
التحليل الفني	16.88%	53		
التحليل الأساسي	12.10%	38		
التحليلان الأساسي والفني معاً	54.78%	172	2.70	0.93
غير ذلك	16.24%	51		
الإجمالي	100.00%	٣١٤		

الجدول رقم (٢١)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن ما نسبته ١٦.٢٤% من إجمالي العينة لا يستخدمون أياً من التحليلين الأساسي والفني في اتخاذ قرارهم الاستثماري بل يعتمدون على أساليب أخرى على الأغلب لا تتسم بالعلمية أو الموضوعية، في حين كانت نسبة الذين يستخدمون التحليل الأساسي أو الفني أو الاثنين معاً عند اتخاذ قرارهم الاستثماري أكثر من ٨٣% من إجمالي العينة، وإن أكثر من ٦٥% منهم يستخدمون التحليلين بشكل متكامل عند اتخاذهم للقرار الاستثماري والذين يشكلون ما نسبته ٥٤,٧ % من إجمالي العينة، في حين بلغت نسبة الذين يعتمدون على أحد التحليلين الفني أو الأساسي ٢٠% ، ١٤,٤ % ممن يستخدمون التحليل أي ما نسبته ١٧ % ، ١٢.١ % على التوالي من إجمالي العينة.



- مدى معرفة المستثمرين بمعايير وأدوات التحليل الأساسي:

هل تعرف أدوات ومعايير التحليل الأساسي				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لا أعرفه	13.65%	43	2.37	0.86
نوعاً ما	45.40%	143		
بصورة جيدة	30.48%	96		
بصورة ممتازة	10.48%	33		
الاجمالي	100.00%	315		

الجدول رقم (٢٢)

نلاحظ من الجدول السابق أن نسبة الذين يعرفون أدوات ومعايير التحليل الأساسي بصورة ممتازة لا تتجاوز الـ١٠,٥ % فقط من إجمالي العينة في حين بلغت نسبة الذين يعرفون أدوات ومعايير التحليل الأساسي بصورة جيدة ٣٠.٤ % فقط من إجمالي العينة، وكانت النسبة الأكبر والبالغة ٤٥.٤ % من إجمالي العينة هي لمن يعرفون التحليل الأساسي نوعاً ما ، وكانت نسبة الذين لا يعرفونه أبداً ١٣,٦ % من إجمالي العينة، وهي نسبة ليست بالقليلة، كما أن قيمة المتوسط الحسابي لمدى معرفة المستثمرين بمعايير وأدوات التحليل الأساسي قد بلغت / ٢,٣٧/ وهي أقل من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٢,٥/ مما يدل على انخفاض نسبة المعرفة بمعايير وأدوات التحليل الأساسي.

- مدى معرفة المستثمرين بمعايير وأدوات التحليل الفني:

هل تعرف أدوات ومعايير التحليل الفني				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لا أعرفه	15.19%	48		
نوعاً ما	39.87%	126		
بصورة جيدة	36.71%	116	2.36	0.83
بصورة ممتازة	7.59%	24		
الإجمالي	100.00%	316		

الجدول رقم (٢٣)

نلاحظ من الجدول السابق أن نسبة الذين يعرفون أدوات ومعايير التحليل الفني بصورة ممتازة قد بلغت الـ ٧,٥ % فقط من إجمالي العينة في حين بلغت نسبة الذين يعرفون أدوات ومعايير التحليل الفني بصورة جيدة ٣٦.٧ % من إجمالي العينة، وكانت النسبة الأكبر والبالغة ٣٩.٨٧ % من إجمالي العينة هي لمن يعرفون التحليل الفني نوعاً ما، وكانت نسبة الذين لا يعرفونه أبداً ١٥.١٩ % من إجمالي العينة، كما بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمدى معرفة المستثمرين بمعايير وأدوات التحليل الفني / ٢.٣٦/ وهي أقل من القيمة الوسطية والبالغة /٢,٥/ مما يدل أيضاً على إنخفاض نسبة المعرفة بمعايير وأدوات التحليل الفني.

إلا أنه من خلال المقارنة مابين نتائج السؤالين السابقين والمتعلقين بمستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني، حيث بلغت قيمة الوسطين الحسابيين لهما / ٢.٣٧ و َ2.36/ على التوالي، نجد أن مستوى المعرفة بمعايير وأدوات التحليل الأساسي تكاد تكون متساوية مع مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الفني.

- مدى الإعتماد على التحليل الأساسي في اتخاذ القرار الاستثماري:

هل تستخدم احد أو كل معايير التحليل الأساسي قبل اتخاذ قرار الشراء				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لا استخدمها	19.37%	61		
أحياناً	45.40%	143		
غالباً	26.67%	84	2.244	0.862
دائماً	8.57%	27		
الإجمالي	100.00%	315		

الجدول رقم (٢٤)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة الذين لايستخدمون التحليل الأساسي أبداً قد بلغت / ١٩.٣%/ من إجمالي العينة وكانت النسبة الأكبر في العينة للمستثمرين الذين يستخدمونه أحياناً عند اتخاذهم للقرار الاستثماري حيث بلغت ما نسبته ٤٥,٤ % من إجمالي العينة، في حين كانت نسبة الذين يستخدمونه غالباً ٢٦.٦%، وكانت النسبة الأقل للمستثمرين الذين يستخدمون التحليل الأساسي دائماً وقد بلغت ٨,٥ % من إجمالي العينة، كما بلغت قيمة المتوسط الحسابي لدرجة الاعتماد على التحليل الأساسي / ٢,٢٤٤/ وهي أقل من النسبية الوسطية والبالغة /٢,٥/ مما يدل على انخفاض نسبة الاعتماد على التحليل الأساسي في عملية صنع القرار الاستثماري.

- مدى الاعتماد على التحليل الفني في اتخاذ القرار الاستثماري:

هل تستخدم احد أو كل معايير التحليل الفني قبل اتخاذ قرار الشراء				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لا استخدمها	19.68%	62		
أحياناً	40.95%	129		
غالباً	30.48%	96	2.286	0.882
دائماً	8.89%	28		
الإجمالي	100.00%	315		

الجدول رقم (٢٥)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة الذين لايستخدمون التحليل الفني أبداً قد بلغت / ١٩.٦ %/ من إجمالي العينة وكانت النسبة الأكبر في العينة للمستثمرين الذين يستخدمونه أحياناً عند اتخاذهم للقرار الاستثماري وبلغت ما نسبته / ٤٠,٩ % / من إجمالي العينة، في حين كانت نسبة الذين يستخدمونه غالباً / ٣٠,٤% / وكانت النسبة الأقل للمستثمرين الذين يستخدمون التحليل الفني دائماً وقد بلغت /٨,٨ % / من إجمالي العينة، كما بلغت قيمة المتوسط الحسابي لدرجة الاعتماد على التحليل الفني / ٢,٢٨/ وهي أقل من النسبية الوسطية والبالغة /٢,٥/ مما يدل على انخفاض نسبة الاعتماد على التحليل الفني بشكل كامل في عملية صنع القرار الاستثماري.

ومن خلال مقارنة نتائج السؤالين السابقين والمتعلقة بمدى الاعتماد على التحليل الأساسي والفني، حيث بلغت قيمة الوسطين الحسابيين لهما / ٢,٢٤٤ وَ ٢,٢٨٦/ على التوالي، نجد أن مدى الاعتماد على التحليل الفني مساوية تقريباً لمدى الاعتماد على التحليل الأساسي في عملية صنع القرار الاستثماري.

- درجة الاعتماد على نتائج التحليل الأساسي عند تعارضها مع نتائج التحليل الفني:

هل تشتري أسهم شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن تحليلها الفني سيء				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لم يحدث	29.30%	92		
أحياناً	47.13%	148		
غالباً	18.79%	59	1.99	0.82
دائماً	4.78%	15		
الإجمالي	100.00%	314		

الجدول رقم (٢٦)

نلاحظ من الجدول أعلاه مايلي:

- بلغت نسبة الذين يعتمدون على التحليل الأساسي بشكل كامل في حال تعارضه مع التحليل الفني ٤,٧٨ % فقط من إجمالي العينة وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الأساسي فقط فهم يعتمدون عليه بغض النظر عن نتائج التحليل الفني.
- بلغت نسبة الذين يعتمدون التحليل الأساسي في أغلب الأوقات ١٨,٧ % من العينة وهذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الأساسي فقط، كما تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على كلا التحليلين إلا أنهم يثقون بنتائج التحليل الأساسي بدرجة أكبر.
- كانت النسبة الأكبر كانت لمن يعتمدون عليه أحياناً والتي بلغت ٤٧,١ % من إجمالي العينة وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين لا يستخدمون أياً من التحليلين، كما تشمل المستثمرين الذين يستخدمون التحليلين معاً إلا أنهم في بعض الأوقات يفضلون الاعتماد على التحليل الأساسي عند تعارضه مع الفني وذلك لتأثر الأسعار في هذه الأوقات بمؤشرات التحليل الأساسي (فترات الإعلان عن النتائج المالية، فترات توزيع الأرباح ...).
- بلغت نسبة الذين نفوا اعتمادهم على التحليل الأساسي في حال تعارضه مع التحليل الفني ٢٩,٣ % من إجمالي العينة وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليلين بشكل

متكامل بغض النظر عن الحالة التي يمر فيها السوق، كما تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني فقط.

- بلغت قيمة المتوسط الحسابي /١,٩٩/ وهي قيمة أقل من القيمة الوسطية البالغة /٢,٥/ وذلك يدل على انخفاض نسبة الذين يثقون بنتائج التحليل الأساسي ويعتمدون عليه بشكل منفرد عند تعارضه مع نتائج التحليل الفني.

- درجة الاعتماد على نتائج التحليل الفني عند تعارضها مع نتائج التحليل الأساسي:

هل تشتري أسهم شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن تحليلها الأساسي سيء				
	النسبة	العدد	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري
لم يحدث	30.89%	97		
أحياناً	43.31%	136		
غالباً	20.70%	65	2	0.849
دائماً	5.10%	16		
الإجمالي	100.00%	314		

الجدول رقم (٢٧)

نلاحظ من الجدول أعلاه مايلي:

- بلغت نسبة الذين يعتمدون على التحليل الفني بشكل كامل في حال تعارضه مع التحليل الأساسي قد بلغت ٥,١ % فقط من إجمالي العينة، وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني فقط فهم يعتمدون عليه بغض النظر عن نتائج التحليل الأساسي.

- كانت نسبة الذين يعتمدونه في أغلب الأوقات ٢٠.٧ % من العينة، وهذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الفني فقط، كما تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على كلا التحليلين إلا أنهم يثقون بنتائج التحليل الفني بدرجة اكبر.

- كانت النسبة الأكبر لمن يعتمدون على التحليل الفني أحياناً والتي بلغت ٤٣.٣١% من إجمالي العينة، وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين لا يستخدمون أياً من التحليلين، كما تشمل المستثمرين الذين يستخدمون التحليلين معاً إلا أنهم في بعض الأوقات يفضلون الاعتماد على

التحليل الفني عند تعارضه مع الأساسي وذلك لتأثر الأسعار في هذه الأوقات بمؤشرات التحليل الفني (وصول الأسعار إلى مستويات الدعم، أو إلى مستويات المقاومة..).

- كانت نسبة الذين نفوا اعتمادهم عليه في حال تعارضه مع التحليل الفني ٣٠.٨٩% من إجمالي العينة، وإن هذه الفئة تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليلين بشكل متكامل بغض النظر عن الحالة التي يمر فيها السوق، كما تشمل المستثمرين الذين يعتمدون على التحليل الأساسي فقط.
- بلغت قيمة المتوسط الحسابي / ٢ / وهي قيمة أقل من الوسط المفروض والبالغ / ٢,٥/ وذلك يدل على انخفاض نسبة الذين يثقون بنتائج التحليل الفني ويعتمدون عليه بشكل منفرد عند تعارضه مع نتائج التحليل الأساسي.

ونلاحظ من مقارنة نتائج السؤالين السابقين ومن قيم المتوسطات الحسابية والبالغة / ١,٩ / وَ / ٢ / على التوالي أن المستثمرين يعتمدون بشكل متكامل على التحليلين الأساسي والفني ويفضلون اتخاذ قرارهم الاستثماري بناءً على توافق نتائج التحليلين معاً وفي حال كان هناك تعارض بين نتائج التحليلين فإنهم يثقون بنتائج التحليل الفني بدرجة أكبر بقليل من نتائج التحليل الأساسي.

- العلاقة بين معرفة أدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني ودرجة الاعتماد عليهما:

التابغ المتغير	التابع المستقل	F	مستوى الدلالة	دلالة التأثير
مدى الاعتماد على التحليل الأساسي	مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الأساسي	210.58	0.000	**يوجد**
مدى الاعتماد على التحليل الفني	مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الفني	194.73	0.000	**يوجد**

الجدول رقم (٢٨)

بالنسبة لتأثير مدى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الأساسي بمدى الاعتماد عليه نجد أن مستوى الدلالة أصغر بكثير من ٠,٠٥ مما يدل على أنه عند مستوى ثقة ٩٥ % فإنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمدى معرفة أدوات ومعايير التحليل الأساسي بمدى الاعتماد عليه.

كذلك الأمر بالنسبة لتأثير مدى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الفني بمدى الإعتماد عليه نجد أن مستوى الدلالة أصغر بكثير من ٠,٠٥ مما يدل على أنه عند مستوى ثقة ٩٥ % فإنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمدى معرفة أدوات ومعايير التحليل الفني بمدى الإعتماد عليه.

□□□

مناقشة الفرضية الأولى: "يعتبر التحليل الأساسي مكملاً للتحليل الفني وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي".

وإن هذا يتعلق بعدم كون أحد التحليلين الأساسي والفني أكثر أهمية من الآخر أو بديلاً عنه أو أكثر استخداماً منه عند اتخاذ القرار الاستثماري، وإن هذا يفترض وجود علاقة تكاملية مابين التحليلين وتعادل في الأهمية النسبية لكلاهما ومدى المعرفة بمعاييرهما وأدواتها لدى المستثمرين بسوق دبي المالي ولكنها لا تعني بالضرورة أهمية كلا التحليلين أو اعتبارهما الاساليب الوحيدة المتبعة في اتخاذ القرار الاستثماري.

وهذا ما تؤكده نتائج المجموعة الأولى من أسئلة الاستبيان وفقاً لما يلي:

١. بلغت نسبة الذين يعتمدون التحليلين الأساسي والفني بشكل متكامل ما يزيد عن ٦٥ % من فئة المستثمرين الذين يعتمدون الأساليب العلمية في اتخاذ قرارهم الاستثماري والمتمثلة بأحد التحليلين الأساسي أو الفني.

٢. بلغ مدى الاعتماد على كل من التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين بسوق دبي المالي نسب متقاربة جداً تكاد تكون متساوية، حيث بلغت قيم المتوسطات الحسابية لمدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني / ٢.٢٤ – ٢.٢٨ / على التوالي.

٣. بلغ مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني نسب متقاربة جداً تكاد تكون متساوية، حيث بلغت قيم المتوسطات الحسابية لها / ٢.٣٧ _ ٢.٣٦ / على التوالي.

٤. أثبتت نتائج التحليل الإحصائي أن المستثمرين يفضلون اتخاذ قرارهم الاستثماري بناءً على توافق نتائج التحليلين معاً، حيث بلغت نسب تفضيل الاعتماد على نتائج أحد التحليلين الأساسي أو الفني في حال تعارضها مع نتائج الآخر نسب منخفضة بلغت / ١.٩ – ٢/ على التوالي، وهي نسب متقاربة جداً تدل على تساوي الأهمية النسبية للتحليلين الأساسي والفني.

مما سبق نجد أن المستثمرين يعتمدون بشكل متكامل على التحليلين الأساسي والفني في اتخاذ قرارهم الاستثماري حيث لا يعتبر أحدهما أكثر أهمية من الآخر ولا يستخدم بنسبة أكبر من الآخر ولا تختلف ثقة المستثمرين بنتائج أحدهما بدرجة أكبر من نتائج الآخر ولا تختلف مستوى المعرفة بأدوات ومعايير أحدهما عن الآخر، مما يدعونا إلى قبول الفرضية الأولى المتمثلة بـ " يعتبر التحليل الأساسي مكملاً للتحليل الفني وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي".

مناقشة الفرضية الثانية: " انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي".

وهذا ما أكدته نتائج المجموعة الأولى من أسئلة الاستبيان وفقاً لما يلي:

١. بلغت قيم المتوسطات الحسابية لمدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني / ٢.٢٤ – ٢.٢٨ / على التوالي، وهي أقل من النسبة الوسطية المفترضة والبالغة /٢.٥/ مما يدل على انخفاض نسبة الاعتماد على التحليلين في صناعة القرار الاستثماري.

٢. هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني وبين مدى الاعتماد عليهما في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.

٣. بلغت قيم المتوسطات الحسابية لمستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني / ٢.٣٧ – ٢.٣٦ / على التوالي، وهي أقل من النسبة الوسطية المفترضة والبالغة /٢.٥/ مما يدل على انخفاض مستوى المعرفة بأدوات ومعايير كلاً من التحليلين، ونظراً لوجود العلاقة الإحصائية مابين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين وبين مدى الاعتماد عليهما فإن هذا يثبت انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين في صناعة القرار الاستثماري.

مما يدعونا بناء على ما سبق إلى قبول الفرضية الثانية والمتمثلة بـ" انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري".

ب. **تحليل المجموعة الثالثة:** تضمنت هذه المجموعة عدداً من مصادر المعلومات المتاحة لدى متخذي القرارات الاستثمارية في سوق دبي المالي والتي من بينها الإشاعات السائدة بالسوق، وقد تضمنت ثمانية مصادر للمعلومات حيث طلب من أفراد العينة تحديد درجة أهمية كل مصدر من هذه المصادر عند اتخاذهم للقرار الاستثماري.

ويناقش هذا السؤال الفرضية الثالثة والمتمثلة بـ " تعتبر الاشاعات السائدة في السوق احد مصادر المعلومات المهمة المتاحة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي".

يوضح الجدول أدناه عددا من مصادر المعلومات لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، موضحا به التكرارات للأهمية النسبية لتلك المصادر والوسط الحسابي الذي يعكس الأهمية النسبية لكل مصدر من هذه المصادر وكذلك الانحراف المعياري والخطأ المعياري للوسط الحسابي، إضافة إلى ترتيب هذه المصادر حسب أهميتها النسبية.

	الأهمية النسبية						التحليل الإحصائي		
مصادر المعلومات	غير مهم أبداً	غير مهم	متوسط الأهمية	مهم	مهم جداً	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري	الخطأ المعياري	الترتيب
نصائح الأصدقاء	54	28	123	69	41	3.0476	1.2316	0.06939	8
استشارة المتخصصين	14	23	44	129	105	3.9143	1.07769	0.06072	2
الأخبار التي يتم تسريبها من الشركات	27	24	52	104	108	3.7683	1.23907	0.06981	4
القوائم المالية للشركة	22	29	56	100	108	3.7714	1.21239	0.06831	3
حركة السوق تجاه الأسهم	15	10	38	114	138	4.1111	1.0514	0.05924	1
الصحف والتلفزيون	12	28	88	119	68	3.6444	1.03471	0.0583	5
شركات الوساطة المالية	30	41	93	87	64	3.3619	1.21396	0.0684	6
الإشاعات السائدة في السوق	47	42	72	74	80	3.3111	1.37483	0.07746	7

الجدول رقم (٢٩)

نلاحظ من الجدول أعلاه ما يلي:

١. إن المستثمرين في سوق دبي المالي ينوعون مصادر معلوماتهم عند اتخاذهم للقرار الاستثماري مما يدل على حذرهم عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري.

٢. جاءت الإشاعات السائدة في السوق في المرتبة السابعة وهي المرتبة ما قبل الأخيرة حيث بلغ متوسطها الحسابي /٣.٣١/ وهي أكبر من القيمة الوسطية المفروضة والبالغة / ٣/، ووقعت درجة الأهمية بين (٤٧ غير مهم أبدا، ٤٢ غير مهم، ٧٢ متوسط الأهمية، ٧٤ مهم، ٨٠ مهم جداً)، وإن ذلك يعود إلى الخسائر الكبيرة التي تعرض لها معظم المستثمرين في سوق دبي المالي نتيجة وثوقهم بالإشاعات واتخاذهم لقرارات استثمارية غير مبررة منطقياً، الأمر الذي ولد عندهم القناعة بمصداقية مصادر المعلومات الأخرى بدرجة أكبر من الإشاعات، إلا أنه على الرغم من ذلك ما زالت الإشاعات من مصادر المعلومات المهمة التي تؤثر على قراراتهم الاستثمارية.

٣. جاء في قائمة المصادر المهمة للمستثمرين حركة السوق نفسها حيث بلغ متوسطها الحسابي /٤.١١/ وهي أكبر من القيمة الوسطية المفروضة والبالغة /٣/ مما يدل على أهميتها، ووقعت درجة الأهمية بين (١٥ غير مهم أبدا، ١٠ غير مهم، ٣٨ متوسط الأهمية، ١١٤ مهم، ١٣٨ مهم جداً) ، وترى الباحثة أن ذلك يعود إلى أن تتبع حركة السوق من شأنه معرفة التوقيت المناسب للبيع والتوقيت المناسب للشراء على الرغم من وجود مؤشرات أخرى تتناقض في دلالاتها مع اتجاه السوق، إلا أن حركة السوق تبقى هي الأساس لجميع التنبؤات الاقتصادية.

٤. جاء في المرتبة الثانية من حيث الأهمية استشارة المتخصصين حيث بلغ متوسطها الحسابي / ٣.٩١ / وهي أكبر من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٣/، ووقعت أهميتها النسبية بين (١٤ غير مهم أبدا، ٢٣ غير مهم، ٤٤ متوسط الأهمية، ١٢٩ مهم، ١٠٥ مهم جداً)، ويرى الباحث أن أهميتها تعود إلى انخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي وعدم معرفتهم لأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني بشكل ممتاز، مما يضطرهم إلى استشارة المتخصصين لمساعدتهم في اتخاذ قرارهم الاستثماري والذي يساعدهم على هذا هو توافر المؤسسات المالية المتخصصة في سوق دبي المالي والتي تقدم هذا النوع من الخدمات.

٥. جاء في المرتبة الثالثة القوائم المالية للشركة حيث بلغ متوسطها الحسابي / ٣.٧٧/ وهي اكبر من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٣/ مما يدل على أهميتها، ووقعت أهميتها النسبية بين (٢٢ غير مهم أبدا، ٢٩ غير مهم، ٥٦ متوسط الأهمية، ١٠٠ مهم، ١٠٨ مهم جداً)، إلا أنها احتلت المرتبة الثالثة وترى الباحثة أن ذلك يعود إلى عدم توفر المعرفة لدى جميع المستثمرين لقراءة البيانات المالية، إضافة إلى أن الأسعار السوقية للأسهم قد لاتعكس في أغلب الأحيان القيمة العادلة للأسهم

والتي تستخرج من القوائم المالية، إضافة إلى أن القوائم المالية تفتقر إلى العديد من المعلومات غير المالية المهمة لعملية اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

٦. جاء في المرتبة الرابعة الأخبار التي يتم تسريبها من الشركات حيث بلغ متوسطها الحسابي /٣,٧٦/ وهي أكبر من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٣/ مما يدل على أهميتها، وتراوحت درجة أهميتها بين (٢٧ غير مهم أبداً، ٢٤ غير مهم، ٥٢ متوسط الأهمية، ١٠٤ مهم، ١٠٨ مهم جداً)، ويعود ذلك إلى أنه على الرغم من أهمية هذا النوع من الأخبار وتأثيره في السوق إلا أنه لا يمكن الاعتماد عليها دائماً بشكل أساسي فهي ليست متوافرة بشكل دائم للجميع كما أنها قد تكون خاطئة والقصد منها هو توجيه السوق باتجاه معين لصالح كبار المستثمرين على حساب صغار المستثمرين.

٧. جاء في المرتبة الخامسة الصحف والتلفزيون حيث بلغ متوسطها الحسابي /٣.٦٤/ وهي أكبر من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة / ٣/ مما يدل على أهميتها، وتراوحت أهميتها النسبية بين (١٢ غير مهم أبداً، ٢٨ غير مهم، ٨٨ متوسط الأهمية، ١١٩ مهم، ٦٨ مهم جداً)، ويعود ذلك إلى أن الصحف والتلفزيون غالباً ما ينشرون الخبر بعد فترة من تداوله بين المستثمرين الأمر الذي يجعله في بعض الأحيان عديم الفائدة وغير ذي جدوى.

٨. جاء في المرتبة السادسة شركات الوساطة حيث بلغ متوسطها الحسابي /٣.٣٦/ وهي أكبر من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٣/، وتراوحت أهميتها النسبية بين (٣٠ غير مهم أبداً، ٤١ غير مهم، ٩٣ متوسط الأهمية، ٨٧ مهم، ٦٤ مهم جداً)، ويعود ذلك إلى امتناع شركات الوساطة في بعض الأحيان عن تقديم النصح للزبون خوفاً من تحمل المسؤولية في حال وقوع الخسائر، إضافة إلى احتمال وجود تضارب في المصالح مابين شركة الوساطة وبين المستثمر في سوق دبي المالي، كما أن شركات الوساطة ممنوعة من قبل هيئة الأوراق المالية من تقديم الاستشارات بشكل رسمي.

٩. وفي المرتبة الأخيرة كان هناك نصائح الأصدقاء حيث بلغ متوسطها الحسابي / ٣.٠٤/ وهي أكبر بقليل من القيمة الوسطية المفترضة والبالغة /٣/، وبدرجة أهمية نسبية تراوحت بين (٥٤ غير مهم أبداً، ٢٨ غير مهم، ١٢٣ متوسط الأهمية، ٦٩ مهم، ٤١ مهم جداً)، ويعود ذلك إلى التجارب المريرة التي عانى منها المستثمرين في سوق دبي المالي نتيجة سلوكهم سلوك القطيع في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بدون أي دراسة أو تحليل علميين، والتي سببت لهم بتحمل خسائر كبيرة في استثماراتهم، إلا أنه على الرغم من ذلك فإن تصرفات المستثمرين تتأثر دائماً بسلوك وتصرفات الآخرين حيث لا يستطيع الفرد أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه الأمر الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات تفتقر إلى التحليل والنهج المدروس.

مناقشة الفرضية الثالثة: وتتعلق هذه الفرضية بكون الإشاعات السائدة أحد المصادر المهمة المتاحة للمستثمرين في سوق دبي المالي، ويوضح الجدول أدناه قيمة t المحسوبة ودرجة الحرية ومستوى الدلالة لكل مصدر من مصادر المعلومات المتاحة للمستثمرين في سوق دبي المالي.

القيمة الوسطية المفروضة للمجتمع = ٣

مصادر المعلومات	قيمة t المحسوبة	درجة الحرية	مستوى الدلالة	اختلاف المتوسط	مجال الثقة للمتغير باحتمال قدره ٩٥ %	
					الحد الأدنى	الحد الأعلى
نصائح الأصدقاء	0.686	314	0.493	0.0476	-0.0889	0.1842
استشارة المتخصصين	15.057	314	0.000	0.9143	0.7948	1.0338
الأخبار التي يتم تسريبها من السوق	11.004	314	0.000	0.7683	0.6309	0.9056
القوائم المالية للشركة	11.293	314	0.000	0.7714	0.6370	0.9058
حركة السوق تجاه الأسهم	18.756	314	0.000	1.1111	0.9946	1.2277
الصحف والتلفزيون	11.054	314	0.000	0.6444	0.5297	0.7592
شركات الوساطة المالية	5.291	314	0.000	0.3619	0.2273	0.4965
الإشاعات السائدة في السوق	4.016	314	0.000	0.3111	0.1587	0.4635

الجدول رقم (٣٠)

تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة t المحسوبة للإشاعات السائدة في السوق قد بلغت / ٤.٠١/ وهي أكبر بقليل من القيمة المفترضة ٣ وذلك عند مستوى دلالة معنوية = /٠.٠٠٠/ وهي أصغر بكثير من ٥ % مما يدل على تأثر قرارات المستثمرين بالإشاعات السائدة في السوق، ويدعونا بالتالي إلى قبول الفرضية الثالثة والمتمثلة بـ " تعتبر الإشاعات السائدة في السوق أحد مصادر المعلومات المهمة المتاحة لدى المستثمرين بسوق دبي المالي"، على الرغم من كونها ليست المصدر الأكثر أهمية حيث بلغت المرتبة قبل الأخيرة في قائمة مصادر المعلومات وكما ذكرنا سابقاً فإن ذلك قد يعود إلى التجارب القاسية التي مر بها المستثمرين في سوق دبي المالي نتيجة تأثر قراراتهم بالإشاعات السائدة في السوق وسلوكهم لسلوك القطيع في تنفيذ عمليات البيع والشراء، مما أدى بهم إلى تحقيق خسائر كبيرة عند قيام السوق بحركة تصحيحية.

ج. **تحليل المجموعة الرابعة من أسئلة الاستبيان**: تضمنت هذه المجموعة عدداً من العوامل التي تؤثر على القرار الإستثماري في سوق الأوراق المالية، وقد تضمنت ١٣ عامل مقسماً إلى ثلاثة فئات: الفئة الأولى تعبر عن مؤشرات التحليل الأساسي وهي: (المعلومات الاقتصادية، معلومات عن القطاع المستثمر به، معلومات نوعية عن الشركة، المؤشرات والنسب المالية للشركة، القوائم المالية المقارنة للشركة)، أما الفئة الثانية فهي تتضمن مؤشرات التحليل الفني وهي: (حركة الأسعار التاريخية، حجم التداول اليومي، مستويات الدعم والمقاومة)، أما الفئة الثالثة فقد تضمنت عوامل أخرى لا ترتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة وهي عبارة عن: (العوامل الدينية، العوامل السياسية، العوامل الاجتماعية، العوامل المادية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية).

ويناقش هذا السؤال الفرضية الرابعة والمتمثلة بـ " هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الإستثماري وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة بشكل واضح".

يوضح الجدول أدناه عدد من العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي، موضحاً به التكرارات للأهمية النسبية لتلك المصادر والوسط الحسابي الذي يعكس الأهمية النسبية لكل مصدر من هذه المصادر وكذلك الإنحراف المعياري والخطأ المعياري للوسط الحسابي، إضافة إلى ترتيب هذه المصادر حسب أهميتها النسبية.

مصادر المعلومات	الأهمية النسبية					التحليل الإحصائي			
	غير مهم أبداً	غير مهم	محايد	مهم	مهم جداً	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري	الخطأ المعياري	الترتيب الجزئي	الترتيب الكلي
أولاً - مؤشرات التحليل الأساسي:										
المعلومات الاقتصادية	20	24	66	105	100	3.765079	1.162876	0.065521	4	8
معلومات عن القطاع الذي تستثمر به	25	19	72	109	90	3.698413	1.176128	0.066267	5	9
المعلومات النوعية عن الشركة المستثمر بها	9	14	61	148	83	3.895238	0.940157	0.052972	2	5
إظهار القوائم المالية المقارنة لأكثر من سنة	13	18	65	134	85	3.825397	1.024224	0.057708	3	6
المؤشرات والنسب المالية المستخدمة في تحليل القوائم المالية	10	15	52	136	102	3.968254	0.983434	0.05541	1	4
ثانياً - مؤشرات التحليل الفني:										
حركة الأسعار التاريخية للأسهم	10	22	51	120	112	3.95873	1.041287	0.05867	3	4
حجم التداول اليومي	8	19	39	113	136	4.111111	1.008106	0.0568	1	1
مستويات الدعم والمقاومة	14	15	35	117	134	4.085714	1.059813	0.059714	2	2
ثالثاً - عوامل أخرى:										
عوامل دينية	29	24	55	76	131	3.812698	1.301578	0.073336	1	7
عوامل سياسية	**60**	**32**	**88**	**71**	**62**	**3.13738**	**1.369415**	**0.077404**	**5**	**13**
عوامل اجتماعية	**40**	**44**	**97**	**85**	**49**	**3.187302**	**1.228573**	**0.069222**	**4**	**12**
عوامل مادية	**54**	**28**	**80**	**88**	**65**	**3.260317**	**1.348098**	**0.075957**	**3**	**11**
إشاعات السوق الإيجابية والسلبية	**30**	**31**	**58**	**100**	**95**	**3.633758**	**1.270056**	**0.071673**	**2**	**10**

الجدول رقم (٣١)

□□□

من الجدول السابق نلاحظ ما يلي:

١. نلاحظ أن مؤشرات التحليل الفني والمتعلقة بحجم التداول اليومي ومستويات الدعم والمقاومة وحركة الأسعار التاريخية قد جاءت ضمن العوامل الأكثر أهمية في إتخاذ القرار الإستثماري حيث احتلت المراتب الثلاثة الأولى وبلغ متوسطها الحسابي / ٤.١١ – ٤.٠٨- ٣.٩٧ / على التوالي، لتكون بذلك هذه العوامل هي الأكثر أهمية لدى المستثمرين في سوق دبي المالي عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري وبالتالي فهي الأكثر تفسيراً لحركة أسعار الأسهم في سوق دبي المالي، وهذا يتوافق مع نتائج السؤال السابق والمتعلق بمصادر المعلومات المهمة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي حيث جاءت حركة السوق من مصادر المعلومات الأكثر أهمية.

٢. جاءت مؤشرات التحليل الأساسي المتعلقة بالشركة نفسها المالية: (كالمؤشرات والنسب المالية المتعلقة بها)، أو المعلومات النوعية مثل (مركز الشركة التنافسي، أعضاء مجلس إدارتها، كفاءة إدارة الشركة،...) إضافة إلى تطور وضع الشركة مع الزمن من خلال البيانات المالية المقارنة للشركة لأكثر من سنة، جاءت في المراتب الرابعة والخامسة والسادسة على التوالي، حيث بلغ المتوسط الحسابي لها على التوالي: / ٣.٩٦ – ٣.٨٩ – ٣.٨٢ /، وذلك يدل على تأثر قرار المستثمرين بوضع الشركة ومؤشراتها و إدراكه لأهمية تقييم وضع المنشأة التي يرغب بالاستثمار بها ودراسة وضعها المالي من أجل اختيار الشركة الأفضل.

٣. جاء ترتيب العوامل الدينية في المرتبة السابعة بعد مؤشرات التحليل الفني ومؤشرات التحليل الأساسي المتعلقة بالشركة نفسها، حيث بلغ متوسطها الحسابي / ٣.٨١/ ، وترى الباحثة أن ذلك قد يعود إلى كون الإمارات العربية دولة مسلمة قد تتأثر قرارات المستثمرين فيها بالاستثمار من عدمه في شركات قد تخالف في بعض مبادئها أو صناعاتها مبادئ الشريعة الإسلامية.

٤. جاءت مؤشرات التحليل الأساسي والمتعلقة بالوضع الإقتصادي ككل والمتعلقة بالقطاع المستثمر به في المرتبة الثامنة والتاسعة على التوالي، حيث بلغ متوسطها الحسابي على التوالي / ٣.٧٦ – ٣.٦٩ / .

٥. جاءت العوامل الأخرى: إشاعات السوق ، العوامل المادية، العوامل الاجتماعية، العوامل السياسية / في المراتب العاشرة والحادية عشر والثانية عشر والثالثة عشر على التوالي ، حيث بلغ متوسطها الحسابي / ٣.٦٣ – ٣.٢٦ – ٣.١٨ – ٣.١٣ / على التوالي.

مناقشة الفرضية الرابعة: وتمثلت هذا الفرضية "هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الإستثماري وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة بشكل واضح".

لقد تم في المجموعة السابقة ذكر بعض من هذه العوامل وكانت: عوامل دينية، عوامل سياسية، عوامل اجتماعية، عوامل مادية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية، ويشير التحليل الإحصائي الوارد في الجدول أدناه إلى قيم t المحسوبة لهذه المتغيرات على الشكل التالي:

القيمة المفروضة للمجتمع = ٣

	t المحسوبة	درجة الحرية	مستوى الدلالة	اختلاف المتوسط	الثقة للمتغير باحتمال قدره ٩٥ %	
					الأدنى	الأعلى
أولاً - مؤشرات التحليل الأساسي:						
المعلومات الاقتصادية	11.677	314	0.000	0.7651	0.6362	0.6362
معلومات عن القطاع الذي تستثمر به	10.539	314	0.000	0.6984	0.5680	0.5680
المعلومات النوعية عن الشركة المستثمر بها	16.900	314	0.000	0.8952	0.7910	0.7910
إظهار القوائم المالية المقارنة لأكثر من سنة	14.303	314	0.000	0.8254	0.7119	0.7119
المؤشرات والنسب المالية المستخدمة في تحليل القوائم المالية	17.474	314	0.000	0.9683	0.8592	0.8592
ثانياً - مؤشرات التحليل الفني:						
حركة الأسعار التاريخية للأسهم	16.341	314	0.000	0.9587	0.8433	1.0742
حجم التداول اليومي	19.562	314	0.000	1.1111	0.9994	1.2229
مستويات الدعم والمقاومة	18.182	314	0.000	1.0857	0.9682	1.2032
ثالثاً - عوامل أخرى:						
عوامل دينية	11.082	314	0.000	0.8127	0.6684	0.9570
عوامل سياسية	1.775	312	0.077	0.1374	-0.0149	0.2897
عوامل اجتماعية	2.706	314	0.007	0.1873	0.0511	0.3235
عوامل مادية	3.427	314	0.001	0.2603	0.1109	0.4098
إشاعات السوق الإيجابية والسلبية	8.842	313	0.000	0.6338	0.4927	0.7748

الجدول رقم (٣٢)

من الجدول السابق نلاحظ مايلي:

- بلغت قيمة t المحسوبة للعوامل الدينية / ١١.٠٨/ وهي قيمة أكبر بكثير من القيمة المفروضة والبالغة / ٣/ ، وذلك عند مستوى دلالة / ٠.٠٠/ وهو أصغر بكثير من مستوى الدلالة المعنوية / ٠.٠٥/ مما يدعونا إلى القول بأن العوامل الدينية (وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة) تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي.
- بلغت قيمة t المحسوبة للعوامل المادية / ٣.٤٢/ وهي قيمة أكبر من القيمة المفروضة والبالغة / ٣/ ، وذلك عند مستوى دلالة / ٠.٠٠١/ وهو أصغر بكثير من مستوى الدلالة المعنوية / ٠.٠٥/ مما يدعونا إلى القول بأن العوامل المادية (وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة) تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي.
- بلغت قيمة t المحسوبة لإشاعات السوق الإيجابية والسلبية / ٨.٨٤٢/ وهي قيمة أكبر من القيمة المفروضة والبالغة / ٣/ ، وذلك عند مستوى دلالة / ٠.٠٠/ وهو أصغر بكثير من مستوى الدلالة المعنوية / ٠.٠٥/ مما يدعونا إلى القول بأن إشاعات السوق الإيجابية أو السلبية (وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة) تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي.
- بلغت قيمة t المحسوبة للعوامل السياسية / ١.٧٧/ وهي قيمة أصغر من القيمة المفروضة والبالغة / ٣/ ، وذلك عند مستوى دلالة /٠.٠٧/ وهو أكبر من مستوى الدلالة المعنوية / ٠.٠٥/ مما يدعونا إلى القول بأن العوامل السياسية (وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة) لا تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي.
- بلغت قيمة t المحسوبة للعوامل الاجتماعية / ٢.٧٠/ وهي قيمة أصغر من القيمة المفروضة والبالغة / ٣/ ، وذلك عند مستوى دلالة /٠.٠٠٧/ وهو أصغر بكثير من مستوى الدلالة المعنوية / ٠.٠٥/ مما يدعونا إلى القول بأن العوامل الاجتماعية (وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة) لا تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الإستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي.

مماسبق نجد أن الفرضية المتمثلة بـ " هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الإستثماري وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للإقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة

بشكل واضح" ، هي فرضية صحيحة حيث ثبت وجود عوامل مثل : (العوامل الدينية، العوامل المادية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية)، والتي تؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين في سوق دبي المالي وبالتالي فإنها تساهم بشكل غير مباشر في عملية تسعير الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي.

د. تحليل المجموعة الخامسة من أسئلة الاستبيان:

تضمنت هذه المجموعة عدداً من الأسئلة كان الهدف منها هو قياس درجة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين بسوق دبي المالي ومدى معرفتهم بأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني وكيفية تفسيرها والاستفادة منها في عملية اتخاذ قرارهم الاستثماري.

تضمنت هذه المجموعة ٢١ سؤال كان ١٣ منها متعلقاً بمؤشرات التحليل الأساسي (٥ منها متعلق بحالة الاقتصاد ككل، واحدة منها متعلقة بظروف الصناعة، ٧ متعلقة بوضع الشركة نفسها)، و ٨ منها كانت متعلقة بمؤشرات التحليل الفني.

ويناقش هذا السؤال الشق الأول من الفرضية الخامسة والمتمثلة بـ " لا يمتلك المستثمرون في سوق دبي المالي الوعي الاستثماري الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني مما يؤثر سلباً على درجة استخدامهما في عملية اتخاذ القرار الاستثماري".

١. يوضح الجدول أدناه نتائج التحليل الإحصائي للأسئلة المتعلقة بتفسير مؤشرات التحليل الأساسي سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة، ونسبة الإجابات الصحيحة والخاطئة لكل منها، مرتبة حسب نسبة الإجابات الصحيحة الأكبر إلى الأقل، على الشكل التالي:

المتغير	نسبة الإجابات الصحيحة	نسبة الإجابات الخاطئة	الترتيب الكلي	الترتيب الجزئي
انخفاض نسب السيولة	46.60%	53.40%	2	1
ارتفاع نسب الربحية للشركة	46.30%	53.70%	3	2
ارتفاع معدل العائد على توزيع الأرباح	46%	54.00%	4	3
إعلان عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي الإجمالي	44.10%	55.90%	5	4
ارتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين	42.20%	57.80%	6	5
انخفاض نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد	40.30%	59.70%	7	6
زيادة التوزيعات النقدية للسهم	38%	62.00%	8	7
انخفاض أسعار الفوائد	35.50%	64.50%	9	8
فرض ضرائب جديدة على الأرباح التجارية والصناعية للشركات	29.70%	70.30%	10	9
انخفاض مخاطر التشغيل	25.90%	74.10%	11	10
انخفاض سعر صرف العملة المحلية	24%	76.00%	12	11
ازدياد المنافسة العالمية على الأسواق التي تتعامل معها أحد الصناعات	6.40%	93.60%	17	13

الجدول رقم (٣٣)

نلاحظ من نتائج التحليل الإحصائي في الجدول السابق مايلي:

- أن نسب الإجابات الصحيحة تراوحت بين / ٦.٤ % - ٤٦.٦ % /، وهي نسب منخفضة نسبياً تدل على انخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمرين بسوق دبي للأوراق المالية، وتدني مستوى معرفتهم المتعلق بمؤشرات التحليل الأساسي وأدواته.
- من بين مؤشرات التحليل الأساسي التي شملتها الأسئلة فإن المؤشرات التالية وهي: نسب السيولة ، نسب الربحية، معدل العائد على توزيع الأرباح ، الناتج المحلي الإجمالي، نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد ، تعتبر هذه المؤشرات من أكثر المؤشرات معرفة من قبل المستثمرين، حيث بلغت نسب الإجابات الصحيحة لها على التوالي: / ٤٦.٦ %، ٤٦.٣ %، ٤٦ %، ٤٤.١ %، ٤٢.٢%، ٤٠.٣ /%.
- نظراً للنتائج السابقة الذكر، ونظراً لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الأساسي ومدى استخدامهما في صنع القرار الاستثماري (والتي تم إثباتها في المجموعة الأولى من الأسئلة)، فإن ذلك يثبت التالي:

  - انخفاض مدى الاعتماد على التحليل الأساسي في عملية صنع القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، وهو ما تم إثباته فعلاً عند مناقشة الفرضية الأولى.
  - تعتبر المؤشرات التالية هي الأكثر استخداماً من قبل المستثمرين في سوق دبي المالي في عملية صنع القرار الاستثماري: نسب السيولة، نسب الربحية، معدل العائد على توزيع الأرباح، الناتج المحلي الإجمالي، نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد.

٢. يوضح الجدول أدناه الأسئلة المتعلقة بتفسير مؤشرات التحليل الفني، مرتبة حسب نسبة الإجابات الصحيحة الأكبر إلى الأقل، على الشكل التالي:

المتغير	نسبة الإجابات الصحيحة	نسبة الإجابات الخاطئة	الترتيب الكلي	الترتيب الجزئي
مؤشرات التحليل الفني:				
ارتفاع حجم الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية	48.90%	51.10%	1	1
انخفاض عائد السندات متوسطة الجودة	10.20%	89.80%	14	2
انخفاض مؤشر الصعود والهبوط إلى ما دون الـ ٣٥ %	9.30%	90.70%	15	3
وصول الأسعار إلى مستوى المقاومة	6.70%	93.30%	16	4
ارتفاع نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين	6.10%	93.90%	18	5
ارتفاع مؤشر المستويات العليا والدنيا إلى ما فوق الـ ٩٠ %	4.80%	95.20%	19	6
ارتفاع مؤشر القوة النسبية إلى ما فوق الـ ٧٠ %	4.20%	95.80%	20	7
وصول الأسعار إلى مستوى الدعم	3.80%	96.20%	21	8

الجدول رقم (٣٤)

نلاحظ من نتائج التحليل الإحصائي المبينة بالجدول أعلاه مايلي:

- أن نسب الإجابات الصحيحة تراوحت بين / ٣.٨ % - ٤٨.٩ % /، وهي نسب منخفضة نسبياً تدل على انخفاض الوعي الاستثماري لدى المستثمرين بسوق دبي للأوراق المالية، وتدني مستوى معرفتهم المتعلق بمؤشرات التحليل الفني وأدواته.
- من بين مؤشرات التحليل الفني التي شملتها الأسئلة فإن مؤشر تدفق الأموال يعتبر من أكثر المؤشرات معرفة من قبل المستثمرين، حيث بلغت نسب الإجابات الصحيحة له / ٤٨.٩ %/ ، وهي أعلى نسبة من بين جميع الإجابات سواء المتعلقة بمؤشرات التحليل الفني أو الأساسي.
- نظراً للنتائج السابقة الذكر، ونظراً لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليل الفني ومدى استخدامهما في صنع القرار الاستثماري (والتي تم إثباتها في المجموعة الأولى من الأسئلة)، فإن ذلك يثبت التالي:
  - انخفاض مدى الاعتماد على التحليل الفني في عملية صنع القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، وهو ما تم إثباته فعلاً عند مناقشة الفرضية الأولى.

- يعتبر مؤشر تدفق الأموال من أكثر المؤشرات إستخداماً من قبل المستثمرين في سوق دبي المالي في عملية صنع القرار الاستثماري.

مناقشة الفرضية الخامسة: والمتمثلة بـ " لا يمتلك المستثمرون في سوق دبي المالي الوعي الاستثماري الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني، مما يؤثر على اعتمادهم عليهما في عملية صنع القرار الاستثماري."

يشير التحليل الإحصائي إلى انخفاض نسب الوعي الاستثماري والمعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني، وحيث أنه يوجد علاقة إحصائية مابين مستوى المعرفة بمعايير وأدوات التحليلين الأساسي والفني فإن هذا يعني انخفاض مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين في عملية صنع القرار الاستثماري، مما يدعونا إلى قبول الفرضية السابقة.

مناقشة الفرضية السادسة: والمتمثلة بـ " يتوقف مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري على عدد من العوامل":

١. أثبتت الدراسة الديمغرافية مايلي:

- إن لكل من العوامل التالية: "العمر – مدة الاستثمار بالسوق – المستوى التعليمي" تأثيراً على مدى اعتماد المستثمرين على التحليل الفني..
- كما أن للعوامل التالية: "العمر- مدة الاستثمار بالسوق- النمط الاستثماري" تأثيراً على مدى اعتماد المستثمر على التحليل الأساسي.
- في حين لا يوجد للعوامل الأخرى "الجنسية- التخصص العلمي- مجال العمل الوظيفي- حجم الاستثمار بالسوق" أي تأثير على مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني أو على مدى معرفتهم بأدواتهما.

٢. كما أثبتت نتائج التحليل الإحصائي للمجموعة الأولى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني وبين مدى الاعتماد عليهما في صناعة القرار الاستثماري.

٣. أثبتت الدراسة النظرية أن درجة كفاءة السوق تؤثر على مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني، ففي ظل السوق الكفء لا يمكن استخدام التحليل الأساسي لتحقيق الأرباح غير الاعتيادية حيث أن الأسواق قد استوعبت كل المعلومات المتعلقة بقيمة الأسهم، وفي ظل السوق ضعيف الكفاءة يصبح استخدام التحليل الفني غير مجدٍ عملياً لتحقيق الأرباح غير الاعتيادية حيث أن

أسعار الأسهم في الماضي قد عكست كل المعلومات المتاحة وبالتالي لا علاقة لتحركات الأسعار في الماضي بالأسعار المستقبلية، كما أن السوق الذي لا تعكس أسعار الأسهم فيه القيمة الحقيقية لها وتكون بعيدة كل البعد عنها، وتسير الأسعار فيه بشكل عشوائي لا يمكن استخدام أياً من التحليلين الأساسي والفني فيه.

مما يدعونا إلى قبول الفرضية السابقة نظراً لثبات وجود العلاقة بين درجة الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني وبين عدد من العوامل (العمر، مدة الاستثمار بالسوق، المستوى التعليمي، النمط الاستثماري، مستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين، كفاءة السوق..).

النـتائـج والتـوصيـات:

أولاً – الـنتائـج:

١. يعتبر التحليل الأساسي مكملاً للتحليل الفني وداعماً له في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي، حيث ثبت وجود العلاقة التكاملية ما بين التحليلين وتعادل في الأهمية النسبية لكل منهما وتساوي في مدى الاعتماد عليهما في صناعة القرار الاستثماري، وتقارب في مستوى المعرفة بأدوات ومعايير كل منهما.

٢. انخفاض مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.

٣. إن المستثمرين بسوق دبي المالي ينوعون مصادر معلوماتهم عند اتخاذهم للقرار الاستثماري مما يدل على حذرهم عند اتخاذهم لقرارهم الاستثماري، وتعتبر حركة السوق من مصادر المعلومات الأكثر أهمية حيث يعتبر المستثمرين السوق أساس لجميع التنبؤات الاقتصادية.

٤. كما تعتبر الإشاعات السائدة في السوق أحد مصادر المعلومات المهمة المتاحة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، و التي تؤثر في القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.

٥. يعتبر كل من : حجم التداول، مستويات الدعم والمقاومة، وحركة الأسعار التاريخية، من العوامل الأكثر أهمية عند اتخاذ القرار الاستثماري، يليها في الأهمية العوامل المتعلقة بالشركة نفسها، ثم المتعلقة بالاقتصاد ككل ، ثم المتعلقة بالقطاع المستثمر به.

٦. هناك عوامل تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرار الاستثماري في سوق دبي المالي وهي ليست مرتبطة بعوامل السوق الأساسية أو المؤشرات الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة بشكل واضح مثل " العوامل الدينية، العوامل المادية، إشاعات السوق الإيجابية والسلبية"، وبالتالي فهي تساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في تسعير الأسهم المتداولة في سوق دبي المالي، في حين لا يوجد لكل العوامل السياسية والعوامل الاجتماعية أي تأثير على القرار الاستثماري.

٧. لا يمتلك المستثمرون في سوق دبي المالي الوعي الاستثماري الكافي والمعرفة الكافية بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني مما يؤثر على اعتمادهم عليهما في عملية صنع القرار الاستثماري

٨. من بين مؤشرات التحليل الأساسي الـ ١٣ التي شملها الاستبيان والموضحة بالجدول رقم /٣٣ / ، فقد كانت المؤشرات التالية: نسب السيولة، نسب الربحية، معدل العائد على توزيع الأرباح، الناتج المحلي الإجمالي، نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد، من أكثر المؤشرات معرفة من قبل المستثمرين في سوق دبي المالي وبالتالي أكثرها أهمية واستخداماً في صناعة القرار الاستثماري.

٩. من بين مؤشرات التحليل الفني الثمانية والتي شملها الاستبيان والموضحة بالجدول رقم /٣٤/ ، فقد كان مؤشر تدفق الأموال أكثرها معرفة من قبل المستثمرين وبالتالي أكثرها أهمية واستخداماً في صناعة القرار الاستثماري.

١٠. يتوقف مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري على عدد من العوامل منها: " العمر، مدة الاستثمار بالسوق، المستوى التعليمي، النمط الاستثماري، درجة الوعي الاستثماري ومستوى المعرفة بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني، درجة كفاءة السوق".

ثـانيـاً – التـوصيـات:

١. نظراً لكون الإشاعات أحد مصادر المعلومات المهمة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي بحيث تتأثر قراراتهم الاستثمارية بها نتيجة لذلك، وحيث أن معظم هذه الإشاعات تهدف إلى التأثير في قناعات المستثمرين في الأسواق حيث تعمل على خلق طلب مصطنع أو عرض مصطنع على أسهم بعض الشركات، وبالتالي رفع أسعار أسهمها أو خفضها من دون وجود مبررات منطقية، لتخدم هذه الإشاعات بذلك مصالح مروّجيها، لجهة تحقيق مكاسب رأسمالية سريعة، وغالباً ما يكون المضاربون الكبار في الأسواق المالية وراء هذه الإشاعات، في ظل سيطرتهم على حركة عدد من الأسواق الخليجية والعربية، فقد بات من غير المنطقي تجاهل هذه الإشاعات، التي باتت تلعب دور صانع السوق في فترات زمنية عدة، سواء أوقات الانتعاش أو أوقات كساد الأسواق، في ظل اتساع قاعدة المضاربين في معظم الأسواق الخليجية والعربـــية، مما يستدعي مايلي:

- معاقبة مروجي الإشاعات لمخالفتهم قوانين هيئة الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، على اعتبار أن الهدف منها تضليل المستثمرين، وبالتالي تصنف الإشاعات تحت الممارسات غير الأخلاقية.
- الإسراع في عملية الإفصاح عن البيانات المالية، الأمر الذي يساهم في انحسار هذه الظاهرة السلبية في الأسواق المالية، وفي عدم استفادة بعض المطلعين، سواء كانوا أعضاء مجالس إدارات الشركات أو مديرين تنفيذيين، من المعلومات الجوهرية المتوافرة لديهم عن أداء الشركات.
- قيام إدارة البورصة بتوعية المستثمرين من خلال الوسائل المختلفة من: (ندوات، مقابلات تلفزيونية، منشورات..)، تجاه أي ظاهرة غير طبيعية تتعلق بحركة الأسهم في السوق (كانخفاض غير مبرر في السوق، تأثر السوق بالشائعات أو المبالغات، .....) أو أية ظاهرة قد تتسبب بإحداث إرباكات في السوق أو ضرر كبير لصغار المساهمين نتيجة تصرفات كبار المضاربين.

٢. إن الأداء الفعلي للشركة والتوقعات المستقبلية للأرباح ومستوى كفاءة إدارة الشركة وأداء القطاع الذي تنتمي إليه والأداء الاقتصادي العام ومستويات السيولة جميعها عوامل هامة لها تأثيراتها على أسعار الأسهم، إلا أن سلامة القرارات التي يتخذها المستثمر هي العامل الأهم وهي الأساس في تحديد أسعار الأسهم فكلما زاد الوعي الاستثماري ازدادت قدرة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة، واقتربت أسعار الأسهم من قيمها الحقيقية، حيث أن لسلوك المستثمر أكبر الأثر في تحديد أسعار الأسهم في البورصة فما زالت الإشاعات وسلوك القطيع أو نهج السرب تحكم قرارات بعض المستثمرين نتيجة انخفاض الوعي الاستثماري لديهم وتدني مستوى معرفتهم بمعايير وأدوات التحليلين الأساسي والفني من جهة ونتيجة ضعف كفاءة السوق من جهة أخرى، لذلك لا بد من اتخاذ الإجراءات التالية للعمل على أولاً على رفع الوعي الاستثماري لديهم وتعريفهم بأدوات ومعايير التحليلين الأساسي والفني، وثانياً على رفع كفاءة السوق المالية، وذلك على الشكل التالي:

□□□

أ. فيما يختص برفع الوعي الاستثماري لدى المستثمرين:

- فيما يختص بهيئة الأوراق المالية والسلع وإدارة السوق:
  - ضرورة نشر الوعي بين أفراد المجتمع حول طبيعة سوق الأوراق المالية ونشاطها، وتأثيرها على الدولة ومجتمعها.
  - نشر الوعي الكامل بين المتعاملين في السوق حول المخاطر المحدقة بها، وتعزيز الدور الوقائي لهذا الوعي.
  - يجب تبني حملة تعليمية خاصة لصغار المستثمرين لتعريفهم بأهمية إفصاح الشركات المقيدة عن المعلومات المالية والأحداث الجوهرية أيضاً، وتعريفهم كيفية قراءة وتحليل القوائم المالية لتلك الشركات.
  - الاهتمام بإصدار كتيبات ونشرات ودوريات وإقامة الدورات التي من شأنها توعية المستثمرين عامة والصغار منهم خاصة وتعريفهم بأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني.
  - فرض عقوبات على الشركات المساهمة التي تقوم بغش المساهمين.
- فيما يختص بالمستثمرين: إن الاستثمار في الأوراق المالية علم له أصوله وقواعده ويتطلب قدر من المعرفة والخبرات التي تساعد على حسن الاختيار والمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة من خلال استخدام أدوات التحليل الأساسي والتحليل الفني للوقوف على كفاءة السوق، فعلى المستثمرين عدم إتباع حركة سوق الأوراق المالية إتباعاً أعمى غير مبني على التقييم السليم، ويجب أن يقوم المستثمر بدراسة الشركات من جميع الجوانب سواء المالية أو الفنية وعدم الاستماع للشائعات، كما يجب أن يقوم بتحليل المعلومات المالية وغير المالية لمحاولة توقع أرباح وحركة النقدية للشركة في المستقبل، وذلك على الشكل التالي:
  - على المستثمر أن يحدد أهدافه الاستثمارية بدقة وفاعلية.
  - الاستفادة من جميع المعلومات والبيانات المتوفرة عن الأوراق المالية التي تساعد في تقييم أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية سواء من خلال القوائم المالية أو من خلال البيانات الصحفية والمعلومات التي يجب أن تفصح عنها هذه الجهات بموجب التشريعات المعمول بها.
  - دراسة السيرة التاريخية للجهات المصدرة للأوراق المالية واستشراف التوقعات المستقبلية لها ودراسة توقعات اتجاهات أسعارها في المستقبل.

- الاستعانة بالجهات المتخصصة على أن تتوافر لدى هذه الجهات الإمكانات الفنية والخبرات والكفاءات المؤهلة اللازمة للقيام بمثل هذا العمل.
- دراسة أثر التغيرات الاقتصادية والسياسية الإقليمية والدولية والمالية على الاقتصاد الوطني بشكل عام وعلى الجهات المصدرة للأوراق المالية بشكل خاص.
- دراسة قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على استيعاب التطورات التكنولوجية وتطوير الإنتاج ودراسة أسواق منتجاتها وقدرتها التنافسية الحالية والمستقبلية.
- اختيار الوسيط الذي يقدم خدمات أفضل للعملاء لخلق التنافس بين الوسطاء وتحسين خدماتهم.
- يجب أن يسعى المستثمر إلى تفهم ماهي الأسباب الرئيسة وراء إرتفاع أو انخفاض أسعار أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية.
- يجب على المستثمر أن يتوخى الحذر من التوصيات بشراء أو بيع أسهم شركات معينة من جانب مؤسسات مالية أو مؤسسات تقييم لا تملك البنية الأساسية التي قد تؤهلها للقيام بذلك الدور.
- تكوين محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع لتقليل المخاطر وتعظيم المكاسب.

ب. فيما يختص برفع كفاءة السوق:

- الإفصاح الكامل والدقيق عن المعلومات المالية بالتوقيت المناسب، والتي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على معلومات حقيقية وبالتالي مساعدتهم على احتساب السعر العادل لأسهم الشركات المدرجة، والسوق المالية التي تتمتع بكفاءة عالية، هي السوق التي تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية من خلال التقدير الجيد لقيمتها الاستثمارية.
- كما يساهم توفير تفاصيل المعلومات المالية الفورية للمستثمرين في الأوراق المالية في ترشيد قراراتهم الاستثمارية، نظراً إلى اعتمادهم على معلومات مهمة، إضافة إلى أهمية دقة المعلومات المفصح عنها وصحتها وصدقيتها، بحيث لا تكون مضللة من جهة، وغير مبالغ فيها من جهة أخرى، وتكون قابلة للمقارنة بالمعلومات الأخرى، بما يؤدي في النهاية إلى سلامة الحكم على جدوى الاستثمار في أسهم أي شركة مدرجة.
- متابعة الشركات المتعثرة: إن عملية تقييم الأوضاع المالية لشركات المساهمة العامة قد تُظهر إن بعضها معرَّض لخسائر متراكمة تؤدي إلى فقدانها لمعظم رأسمالها وانخفاض حقوق المساهمين فيها بنسب كبيرة، وهذا الأمر من شأنه أن يؤثر سلباً في سهولة عملية تسييل الأوراق المالية لهذه الشركات (أي عدم قدرة حاملي هذه الأوراق على تحويلها

إلى نقد)، وبالتالي تلقي بظلالها على الثقة بالسوق والسيولة المتوفرة فيه عموماً، وتؤشر الهيئة لتلك الشركات بضرورة اتخاذ التدابير المناسبة لمعالجة المشاكل التي تعاني منها وترتيب أوضاعها، وتحث مجالس إداراتها على التعجيل في الدعوة إلى جمعية عامة غير عادية لاتخاذ التدابير المناسبة بشأنها.

- العمل على حماية المستثمرين: من الممارسات غير العادلة وغير السليمة، فالهيئة مطالبة بتوفير الحماية والأمان لكافة الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، وضمن هذا الإطار يُقترَح إنشاء صندوق ضمان التسويات وصندوق أمانات المستثمرين واعتماد نظام التسويات المصرفية.
- إنشاء مركز للمعلومات والبحوث في السوق: يقوم هذا المركز بتجميع البيانات والمعلومات الإحصائية والتاريخية المختلفة والمتعلقة بالشركات المساهمة وجلسات التداول، والقيام بدراسات متخصصة لخدمة الوسطاء والمستثمرين الواعين.
- تخفيض حدود تغيّرات الأسعار: وبذلك تكون السوق في منأىً عن الهزات العنيفة في الأسعار التي قد تؤدي إلى أزمات مالية بسبب إشاعات أو معلومات غير صحيحة.

٣. اتخاذ السياسات والاستراتيجيات اللازمة لدعم وتقوية بورصة الأوراق المالية في مواجهة "المخاطر التجارية" التي تترتب على تقلبات السوق والتي يتحملها المستثمر والتي ترجع إلى:

- ارتفاع تعاملات الأفراد وتراجع المؤسسات ضمن هيكل السوق.
- ارتفاع تعاملات الأجانب إلى أكثر من ٣٠ % من إجمالي التداول اليومي.

مما يتطلب اتخاذ الإجراءات والسياسات التي من شأنها إحداث تغييرات وإصلاحات هيكلية ومؤسسية بالسوق لرفع نسبة المؤسسات في التداول إلى أكثر من ٥٠ % من إجمالي التداول اليومي لتقليل المخاطر التجارية.

٤. التحوط ضد الأزمات لمواجهة العولمة المالية والتي تنقسم إلى مجموعتين:

- المجموعة الأولى: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات عن طريق فرض قيود على حركة رؤوس الأموال قصيرة الأجل سواء في حالة دخولها أو خروجها:
  - نظام الاحتياطي: وذلك بفرض نسبة احتياطي من كافة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل للاستثمار في المحفظة تودع لدى البنك المركزي بدون فائدة مما يؤدي إلى انخفاض نصيب التدفقات قصيرة الأجل من إجمالي التدفقات.
  - الرقابة المتكررة على تدفقات رؤوس الأموال والحد من اقتراض البنوك في ظل تطوير الأدوات والارتكازات المالية إلا أن هذا يتطلب توافر كيانات مؤسسية قوية.

- قيود مع خروج رؤوس الأموال مثل مدة حيازة للأدوات المالية، كما هو مطبق في ماليزيا.

- المجموعة الثانية: تتضمن الأساليب التي تهدف إلى توفير سبل سريعة للحصول على السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال من أهمها:
  - توفير الاحتياطات بما يكفي لتغطية الدين قصير الأجل.
  - لا بد أن يؤخذ مستوى السيولة المحلية في الاعتبار على أن يتم ربط الاحتياطي المالي في حالة تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج.
  - خطوط ائتمان للطوارئ واتفاقيات للاقتراض في حالة الطوارئ وبشروط ميسرة للحد من نفقة احتفاظ الدولة باحتياطي مرتفع.

٥. نظراً لكون التغيرات في أسعار الأسهم في سوق دبي المالي لا يوجد ما يبررها بشكل كافٍ، وتأثرها بالعديد من العوامل التي لاترتبط بشكل مباشر أو غير مباشر بعوامل السوق الأساسية للاقتصاد ككل أو للقطاع أو للشركة بشكل واضح، فلا بد من اتخاذ الإجراءات التالية:

- الاهتمام بإصدار كتيبات ونشرات ودوريات تقوم بتوعية المستثمرين عامة والصغار منهم خاصة بأهم العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، وتحليل لأوضاع السوق المالية وبيان أسباب التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم.
- إلزام إدارات الشركات بالإفصاح عن المتغيرات التي تؤثر على أسعار الأسهم للمستثمرين والجمهور وذلك للوصول إلى قرارات استثمارية سليمة.
- نظراً لكون العوامل الدينية من العوامل المهمة لدى المستثمرين في سوق دبي المالي في صناعة القرار الاستثماري فيجب العمل على خلق استثمارات تتوافق مع الشريعة الإسلامية للاستفادة القصوى من مقدرات وإمكانات الأفراد الذين تحول مبادئ الشريعة بينهم وبين الاستثمار في بعض الأسهم أو السندات، مما يجعل مواردهم معطلة أو أداة من أدوات عرض النقد الضارة، والتي تلعب دوراً في زيادة التضخم.
- كما أن للأوضاع النفسية للمستثمر دوراً هاماً في التأثير إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم فإذا ما سيطرت على المستثمر موجة من التفاؤل الزائد على الحد أو اعترته حالة التشاؤم ممزوجة بمشاعر الخوف والهلع فلن تتسم قراراته بالحكمة بأي حال من الأحوال، وللتخلص من الأوضاع النفسية يبقى الاستثمار طويل الأجل هو الخيار الأفضل لصغار المستثمرين.

٦. العمل على إيجاد صناع سوق في سوق دبي المالي مما يعمل على زيادة السيولة في السوق وبالتالي انخفاض شدة التذبذبات فيه.

٧. اتخاذ السياسات اللازمة لتوفير عناصر البيئة الداعمة لتطبيق "معايير حوكمة الشركات" التي تمثل عنصر هام في خلق مناخ جاذب للاستثمار وحافز للنمو خاصة التي تدعم أنشطة السوق وتعمل على تطويره في إطار من الإفصاح والشفافية وحماية حقوق المساهمين.

قـائمـة المـراجـع والمـصـادر

أولاً – الكـتـب العـربيـة:

١. وايت.جون، الاستثمار في الأسهم والسندات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٦.
٢. معروف.هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء، عمان، ٢٠٠٣.
٣. معايير المحاسبة الدولية، المعيار رقم ٧ .
٤. مطر.محمدعبد الله سالم، مبادئ الإستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، ١٩٩٠.
٥. مطر.محمد– تيم.فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٥.
٦. لطفي.أمين السيد أحمد، التحليل المالي للتقارير والقوائم المحاسبية لأغراض تقييم أداء الشركات وخططها المستقبلية والإستثمار في الأوراق المالية في البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٨.
٧. فيربر.اسماي، كل شيء عن البورصة، مكتبة جرير، السعودية، ٢٠٠٧.
٨. فلوح.صافي، المحاسبة الإدارية ودراسة الميزانيات، مطبعة الداوودي، سورية، دمشق، ٢٠٠٠.
٩. غنيم.حسين عطا، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ٢٠٠٥.
١٠. عوض الله.عبد المنعم– وأخرون، تحليل ونقد القوائم المالية: أساسيات وتطوير، ط١، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، ٢٠٠١.
١١. عقل.مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ط١، عمان، ٢٠٠٦.
١٢. عبد العزيز.أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٧.
١٣. شاكر.محمد، دراسة بعنوان المحافظ والصناديق الاستثمارية: تكوينها وإدارتها، ٢٠٠٧.
١٤. سلام.عماد صالح، إدارة الأزمات في بوصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، المؤلف، أبو ظبي، ٢٠٠٢.
١٥. ذو الغنى.حسام عدنان، مبادئ التحليل الفني في أسواق المال، دار التوفيق، دمشق، ٢٠٠٧.
١٦. دهراوي.كمال الدين، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، مصر الإسكندرية.
١٧. خلف.فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦.
١٨. خربوش.حسني، وآخرين، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، المتخصصون للنشر، عمان – الأردن، ١٩٩٨.

١٩. حيدر.فاخر عبد الستار، التحليل الإقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم – منهج الإقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٢.
٢٠. حنان.رضوان حلوة، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في النظرية المحاسبية، عمان، دار وائل للنشر، ٢٠٠٣.
٢١. حماد.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، كلية التجارة – عين شمس، ٢٠٠٥.
٢٢. حماد.طارق عبد العال، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
٢٣. حماد.طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، ١٩٩٨.
٢٤. جابر.محمد صالح، الاستثمار في الأوراق المالية ومدخل في التحليل الأساسي والفني للاستثمارات، شركة المطابع النموذجية، ١٩٨٩.
٢٥. باكير.محمد مجد الدين، محافظ الإستثمار: إدارتها وإستراتيجيتها، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، ٢٠٠٨.
٢٦. إسماعيل.محمد عثمان، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٣.
٢٧. الهندي.منير إبراهيم، أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٩.
٢٨. الهندي.منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية ، جمهورية مصر العربية، ١٩٩٥.
٢٩. الهندي.منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، توزيع المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٦.
٣٠. الهندي.منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩.
٣١. الهندي.منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧.
٣٢. النعيمي.عدنان تايه – الساقي.سعدون مهدي– وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، ط١، عمان، ١٩٩٩.
٣٣. العربيد.عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سورية، ٢٠٠٢.
٣٤. الصياح.عبد الستار مصطفى – العامري.سعود جايد مشكور، الإدارة المالية، ط١، دار وائل، عمان، الأردن، ٢٠٠٦.
٣٥. الزرري.عبد النافع – فرح.غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ٢٠٠١.

٣٦. الراوي.خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، داري المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ١٩٩٩.
٣٧. الدوري.مؤيد عبد الرحمن – أبو زناد.نور الدين، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٣.
٣٨. الدسوقي.ايهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة – البورصة المصرية والأمريكية" دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠.
٣٩. الداغر.محمود محمد، الأسواق المالية: مؤسسات – أوراق – بورصات، ٢٠٠٥.
٤٠. الحيالي.وليد، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، ٢٠٠٤.
٤١. الحيالي.وليد – البطمة.محمد عثمان، التحليل المالي، دار حنين، ط١، عمان، ١٩٩٦.
٤٢. الحنفي.عبد الغفار، الأسواق أو المؤسسات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٤.
٤٣. الحنفي.عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، جامعة عين شمس، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
٤٤. الحنفي.عبد الغفار – قرياقص.رسمية، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة الشباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٠.
٤٥. الحناوي.محمد صالح، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية بالإسكندرية، ١٩٩٧.
٤٦. الحناوي.محمد صالح – مصطفى.نهال فريد، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٧.
٤٧. الحضيري.حامد العربي، تقييم الإستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٠.
٤٨. الحسيني.فلاح حسن عداي– الدوري.مؤيد عبد الرحمن، إدارة البنوك: مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، ٢٠٠٠.
٤٩. التميمي.أرشد فؤاد- سلام.أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ٢٠٠٤.
٥٠. البنا.محمد، أسواق النقد والمال، زهراء الشرق، المنوفية، مصر، ١٩٩٦.
٥١. الحنفي.عبد الغفار، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم – سندات – وثائق إستثمار- خيارات، الدار الجامعية، كلية التجارة- جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٧.

ثانياً – الدوريات والبحوث العربية:

١. هال.رياض، دراسة عن الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.

٢. هال.رياض، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد الخامس عشر، ٢٠٠٣.

٣. نور.عبد الناصر ابراهيم، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، كلية الإقتصاد والإدارة، م ١٧، العدد ١، ٢٠٠٣.

٤. نور.عبد القادر – الفضل.مؤيد، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية (دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات المساهمة العامة العراقية والأردنية)، دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، مجلد (٣٠)، العدد (١)، ٢٠٠٣ م.

٥. ندا.محمد صبر، أثر القوائم المالية المنشورة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية، دراسات تطبيقية في الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، العدد الأول، السنة الأولى، ١٩٩٧.

٦. ناصر.مثنى عبد الإله، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية: تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، ٢٠٠٥.

٧. مكاوي.نادية أبو فخرة، تحليل ودراسة محددات القيمة السوقية لأسهم البنوك المسجلة في بورصة الأوراق المالية (دراسة كمية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني ١٩٩٤.

٨. مصطفى.نهال فريد، دراسة تحليلية للبيانات المالية المؤثرة على سلوك أسعار الأسهم في الأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، مجلد رقم ١ ، ١٩٩٤.

٩. محمد.ثناء عطية فراج ،تطوير فعالية المعلومات المحاسبية لخدمة قرارات الإستثمار في الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، ١٩٩١.

١٠. غرايبة.فوزي، جعفر.داوود، مضمون الأرقام المحاسبية من المعلومات في الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد٤، العدد ٢.

١١. عبد الله.عبد القادر أحمد، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٩ ، ١٩٩٣.

١٢.عبد اللطيف.أسار فخري، دراسة عن دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث في البنك المركزي العراقي.
١٣.عبد القادر.عبد الله، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، مجلد ١ ، العدد ١، ١٩٩٥.
١٤.عبد القادر.عبد الله، العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح وأسعار الأسهم في سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الإمارات العربية، ديسمبر، ١٩٩٤.
١٥.طلفاح.أحمد، دراسة حول نماذج احتساب العوائد والمخاطر للمحافظ المالية، المعهد العربي للتخطيط،٢٠٠٧.
١٦.صادق.دلال، استخدام نظرية المحفظة في ترشيد قرارات الاستثمار المالي في الوحدات الاقتصادية، مجلة الإدارة، إتحاد جمعيات التنمية الإدارية، ١٩٩١.
١٧.شمس الدين.أشرف، دراسة عن أسس الإستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٥.
١٨.شفلك.محمد، الخوري.رتاب، العلاقة بين دخل السهم ومدى الإقبال على شراء أسهم الشركات المدرجة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للإقتصاد والإدارة، مجلد ٢، ١٩٨٩.
١٩.شحاتة.عبد الله، الأزمة المالية: المفهوم والأسباب، بحث منشور على الإنترنت ".
٢٠.شاكر.نبيل عبد السلام، دور الأداء الاقتصادي للشركات في تحديد الأسعار السوقية لأسهمها العادية المتداولة في سوق رأي المال المصري – دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول.
٢١.شاكر.محمد، دراسة بعنوان المحافظ والصناديق الاستثمارية: تكوينها وإدارتها، ٢٠٠٧.
٢٢.سالم.محمد مطر عبد الله، مبادئ الإستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت، ١٩٩٠.
٢٣.زغرب.حمدي، شراب.صباح، أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية – دراسة تطبيقية، مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، ٢٠٠٧.
٢٤.رواشدة.محمد عقلة، السياسة النقدية غير المباشرة وأثرها على عوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، ١٩٩٩.
٢٥.ربابعة.عبد الرؤوف – حطاب.سامي، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة السوق، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ٢٠٠٦.
٢٦.دنيا.شوقي احمد، البورصة: حلم وكابوس، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، ٢٠٠٧.

□□□

٢٧.خليل.د.عطا الله وارد، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الاستثمارية في سوق عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، جامعة فيلادلفيا، كلية العلوم الإدارية والمالية، المؤتمر العلمي الرابع، ٢٠٠٥.
٢٨.خضر.حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد السابع والعشرون، آذار ٢٠٠٤، السنة الثالثة.
٢٩.حنان.رضوان حلوة، النموذج المحاسبي المعاصر من المبادئ إلى المعايير: دراسة معمقة في النظرية المحاسبية، عمان، دار وائل للنشر، ٢٠٠٣.
٣٠.حطاب.سامي، دراسة بعنوان المحافظ الإستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار،أبو ظبي، ٢٠٠٧.
٣١.حداد.سامر شتيوي فريح، المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بورصة عمان، رسالة ماجستير، إشراف: د. فايز حداد، الجامعة الأردنية، كلية الإدارة، ٢٠٠١.
٣٢.بوحسون.زهرة، الأسواق المالية الناشئة ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٧، العدد ١، ٢٠٠٥.
٣٣.باشيخ.د. عبد اللطيف بن محمد عبد الرحمن، دراسة بعنوان " أهم المعلومات المحاسبية وصغار المستثمرين في سوق الأسهم السعودي، ندوة السوق المالية السعودية، أبها، نوفمبر، ٢٠٠٧.
٣٤.أرناؤوط.مهند، تحليل سلوك أسعار الأسهم في بروصة عمان للأوراق المالية، رسالة دكتوراه بإشراف: د. عبد اللطيف عبد اللطيف، جامعة دمشق، ٢٠٠٨.
٣٥.أبو حشيش.خليل، دور المعلومات المحاسبية المنشورة في التنبؤ بأسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الأردنية الهاشمية : دراسة تطبيقية، مجلة البصائر، جامعة الإسراء، عمان - الأردن، المجلد ٧، ٢٠٠٣.
٣٦.أبو بكر.أ.د. صفية أحمد، تكوين محفظة استثمارات مثلى " بالتطبيق على شركة تأمين تعمل في السوق المصري"، بحث مقدم خلال مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، ٢٠٠٨.
٣٧.إبراهيم.منال فؤاد، اختبار العلاقة الارتباطية بين معدلات الأداء المالي واتجاهات تغيرات أسعار أسهم الشركات المسجلة في السوق المصرية للأوراق المالية- دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، المكتبة المركزية، جامعة عين شمس، ١٩٩٣.
٣٨.الوابل.وابل علي، المحتوى الإعلامي لقائمة التدفقات النقدية: دراسة تحليلية مقارنة بالقياس إلى الأرباح المحاسبية، مجلة الإدارة العامة، المجلد السادس والثلاثون، العدد الثاني، أغسطس، ١٩٩٦.
٣٩.الهندي.منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق المال: الأدوات المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المصرفية والمالية.

□□□

٤٠.المناعي.جاسم " المدير العام رئيس مجلس إدارة صندوق النقد العربي"، الأزمة الإقتصادية الآسيوية – محاولة تشخيص، المؤتمر الرابع لأسواق المال العربية، بيروت – الجمهورية اللبنانية، ١٩٩٨.

٤١.المغايرة.أكثم، العلاقة السببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية في الإقتصاد الأردني، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، كلية الاقتصاد والإدارة، المجلد ١٧، العدد الثاني، ٢٠٠٤..

٤٢.الكيلاني.قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية ، مجلة الإداري، سلطنة عمان، العدد ١٠٩، حزيران ٢٠٠٧.

٤٣.الكيلاني ، د قيس أديب، التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم: دراسة لعينة من الأسهم المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة من ١٩٩٨ – ٢٠٠٢، مجلة الإداري، سلطنة عمان، المجلد ٢٩، العدد ١٠٩، يونيو ٢٠٠٧.

٤٤.الفضل.د. مؤيد محمد علي، العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم – دراسة اختبارية للمواصفة الأكثر تمثيلاً في العراق، www.jps-dir.com.

٤٥.العوام.عاطف محمد، المحتوى الإخباري للقوائم المالية كأداة لتقييم الأداء الإستثماري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، ملحق العدد الأول.

٤٦.الشحومي.سليمان سالم – التومي.بدر الدين الصادق، دراسة بعنوان " أثر المعلومات على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية"، المؤتمر الوطني الأول حول المحاسبة " المحاسبة مهنة ومعايير ... تقييم وإصلاح " ، الجماهيرية الليبية، ٢٠٠٦.

٤٧.السيد البدوي.د. عبد الحافظ، السيولة ومعدلات العائد على الأسهم العادية، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة، جامعة المنوفية، السنة ١٢، الأعداد الأول والثاني والثالث والرابع، ٢٠٠٠.

٤٨.الدور الفعال للمعلومات المحاسبية في سوق رأس المال بالتطبيق على سوق مسقط للأوراق المالية، مجلة البحوث المحاسبية، المجلد الأول، العدد الأول، ١٩٩٧.

٤٩.الدهراوي.كمال الدين، أثر عقود الحوافز وشروط المديونية على سلوك الإدارة عند إعداد التقارير الخارجية، مجلة كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٤٧، ١٩٩٤.

٥٠.الدسوقي.ابراهيم، المحتوى الاعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه غير منشورة، مكتبة كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١٩٩٥.

٥١.الدبعي.مأمون – أبو نصار.محمد، مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية، مجلة دراسات، المجلد ٢٦، العدد ٢، ١٩٩٩.

٥٢.الخطيب.فوزي، الشرع. منذر، سوق عمان المالي ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية – دراسة قياسية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والإجتماعية، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤.

٥٣.الجمعية السعودية للمحاسبة، تحليل القوائم المالية وعلاقتها بسعر السهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٦.
٥٤.الجمعية السعودية للمحاسبة، المعلومات المحاسبية ودورها في الأسواق والأسهم، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، ٢٠٠٥.
٥٥.البلاط.عبد الفتاح، محددات انماط السلوك الإستثماري وعلاقتها بالخصائص الاقتصادية الإجتماعية للمستثمر الفرد: دراسة ميدانية في المنطقة الوسطى في المملكة العربية السعودية، جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد ٣، العدد ٢، ١٩٩٥.
٥٦.البدري.صباح، الخوري.رتاب، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد ٢٤، العدد ١، ١٩٩٧.
٥٧.البازعي.حمد بن سليمان، هل الأسهم ملاذ مناسب ضد التضخم: دراسة في العلاقة بين عوائد الأسهم و التضخم في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك مسعود، العلوم الإدارية، المجلد: ١١، العدد: ١، ١٩٩٩.

English Books:

1. A.M. Santomero and D.F.Babble, Financial Markets: Instruments and Institutions, IRWIN, Chicago, 1997.
2. Berly W. Sprinkle, Money and Markets, Monetarist View (New York: Richard D. Irwin, Inc, 1971).
3. Blake David, Financial Market Analysis, McGraw-Hill Book Company, London, 1990.
4. Bodie, Z. Kane, A. And Marcus, Essential of Investment, 2nd Ed, Irwin, 1995.
5. Brealey, Richard and Myers, Stewart, Principles of Corporate Finance, N-Y U.S.A 1996.
6. Brigham, F. E, et. al, Intermidiate Financial Management, 5th ed, theDryden Press, 1999.
7. Clarke. G. Roger, Wilson. Brent, Daines. H. Robert, Nadauld .D. Stephen, Strategic Financial Management, Richard. D. Irwin, 1988.
8. Edwards, Robert D & John Magee, Technical Analysis of Stock Trend, Boston, MA: John Magee, Inc, 1981
9. EL-Khouri, R. and Almwalla, M., The Effect of Dividend Changes on Security Prices "The Case of Jordanian Companies", Abhath Al Yarmouk,13,1997 (1/B).
10. Eugene E. Brighcem. Joel f. houton, Fundamentals of Financial Management, The drydem press, N.Y, 1998.
11. FASB, Statement of Financial Accounting Standard No 1, "Objectives of Financial Reporting By Business Enterprises", Standford Conn, NewYork, November, 1978
12. Fischer. E. Donald, Jordan. J. Ronald, Security Analysis & Portfolio Management, Prentice – hall International inc, USA, 1989.
13. Francis. J, Investment Analysis & Management (4th ed), N.Y, McGraw – Hill, 1986.
14. Frank J. Fabozzi & Peterson, Financial Management & Analysis, John Willey & Sons, Inc, 2ed, 2003.
15. Frankel. A. Jeffery, Monetary & Portfolio "Balance of The Determinant of Exchange Rates", Cambridge, ma, mit press, 1993.
16. French . D, Security & Portfolio Analysis, Concepts & Management, OH: Merle Pub, 1989.

□□□

17. Gitman, Lawrence, Principles of Managerial Finance, 10th Ed, New Delhi, India, 1996.
18. Graham,B. Dodd,D, and Cottle, S. Security Analysis, Principles and Technique, (4Th ed), NewYork, 1962.
19. Graham,B. The Intelligent Investor: A Book of Practical Counsel, NewYork, Harder of Row, 1973.
20. Graham.Bengamin, the Intelligent Investor, Harper Business, Newyork, 2003.
21. Hall. D. Alvin, Getting Started In Stocks, John Wiley & Sons Inc, USA, 1997.
22. He . J, L. K. Ng, The Foreign Exchange Exposure of Japanese
23. Henderson, S & Peirson, G, Issues in Financial Accounting, 9th Ed, Longman, Australian, 2000.
24. Higgins, Robert C, Analysis for Financial Management, 6th Ed, McGraw-Hill, inc, USA, 2001.
25. Jones, C. I nvestment: Analysis and Management, 4th ed, N.Y, Jone Willy and Sons, 1994.
26. Kaen. R. Fred, Corporate Finance, Blackwell Business, USA, 1995.
27. Kieso, E. Donald & Weygandt J.J, Intermediate Accounting, John Wiley & Sons.
28. Klein. J. Peter, Getting Started In Security Analysis, John Wiley & Sons, Inc, NewYork, 1998.
29. Levy, Haim and Marshall Sarnat, " Portfolio and Investments Selection: Theory and Practice", Prantice- Hall, Inc, 1984.
30. Luca. Cornelius, Technical Analysis Applications, Mcgraw – Hill, USA, 2004.
31. Mayes R, Timothy & Shank M Todd, Financial Analysis with Microsoft Excel, Harcourt Inc, 2001.
32. Meri Kohn, Financial Institutions and Markets, N. York: McGraw Hill, Inc, 1994.
33. Multinational Corporations, Journal of Finance, Vol: 53, No: 3, 1998.
34. Naka.Atsuyki, Mmukherjee. Tarun, Tufte.David, Macroeconomic Variables and Performance of The Indian Stock Market, http: ideas.repec.org/ uno /paper /1998-06 html
35. Neil. Humphrey B, The Art of Contrary Thinking, The Caxton Printers, Ltd. Caldwell, Idaho 1992, 5th ed.
36. Pring. Martin, Technical Analysis Explained, 2nd ed, N.Y.McGraw – Hill, 1985.
37. Radcliffe. R, Investment: Concepts, Analysis, and Strategy, (3th ed), Scott, Foreman & Comp, 1982.

□□□

38. Sharp. F. William, Alexander. J. Gordon, Bailey. V. Jeffery, Investments, Prentice-Hall International, inc, New Jersy, USA, 1999.
39. Stephen H. Penman, Financial Statements Analysis & Security Valuation, McGrow – Hill, Singapore, 2007.
40. Stephen H. Penman, Financial Statements Analysis & Security Valuation, McGrow – Hill, Singapore, 2007.
41. Stickney P .Clyde & Brown R. Paul, Financial Reporting & Statement Analysis a Strategic Prespective, 4th ed, Dryden Press, 2000.
42. Telser, L, Black Monday and the Future of the Financial Market, Dow Jones Irwin, 1989.
43. Weston, J, Besley, Scotted and Brigham, Eugene, Essentials of Managerial Finance, 11th. Ed, N.Y, U.S.A, 1996,
44. Weston, J. Besley, Scotted and Brigham, Eugene, Essentials of managerial finance, 11th Ed, N.Y, USA, 1996.

English periodicals:

1. Abdullah Albatal H, Macroeconomic Determination of Stock Prices in Saudi Arabia, Journal of The Gulf & Arabian Peninsula Studies, Kuwait University, Vol: 94, July 1999
2. Ashraf Elsharkawy, "Journal of Business Finance & Accounting, March 1966.
3. Ball R. and Brown P: " An Empirical Evaluation of Accounting Numbers", Journal of Accounting Research, Autumn 1968
4. Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher,"Assesing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000.
5. Beaver. William H, "Market Efficiency", The Accounting Review, Jan, 1981
6. Bulmesh, Samuel and Trivoli George, Time – Lagged Interactions Between Stock Price and Selected Economic Variable, Journal of Portfolio Management, Vol: 18, 1991
7. Dhatt, MS., et, al., Japanese Stock Price Reactions to stock Dividend Distribution, Pacific- Basin Finance Journal Vol. 2, 1997
8. Fama, Equene, " Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, May 1970
9. Fama.Eugin, " Stock returns, expected returns, and real activity", Journal of Finance, vol:45, No:4, 1990
10. Gonedes N: "Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium, Evidence on Dividends, Income and Extraordinary Items", Journal of Accounting Research, spring 1978
11. Ibboston,R. Price Performance of Common Stock New Issues, Journal of Financial Economics, 2(Sept 1975).
12. Jaffe, J. Keim, D. and Westerfield, R. Earning Yields, Market Values, and Stock Yields, Journal of Finance, 44 (1988
13. Jensen. Micheal, "Some Annual Evidence Regarding Market Efficiency", Journal of Financial Economics, June 1978
14. K, Kwaku Opong, " the information content of interim financial report: UK evidence ", Journal of Business Finance & Accounting, March 1995.
15. King. F. Benjamin, Market & Industry Factors In Stock Price Behavior, Journal of Business, Vol: 39, No: 1, January 1966,

□□□

16. Livingston. Miles, Industry Movements of Common Stocks, Journal of Finance, Vol: 32, No: 3, June 1977,
17. Ma. C. k, Raw. g. w, On Exchange Rate Changes & Stock Price Reaction, Journal of Business Finance & Accounting, Vol: 17, 1990
18. Mike. Wright & Robbie. Ken, " Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information" Accounting & Business Research, Spring 1966.
19. Pari – A. Robert, Son. Nan. Chen, An Empirical Test of The Arbitrage Pricing Theory, Journal of Financial Research, Vol: 7, No: 2, Summer 1984.
20. Reinganum. The Anatomy of Stock Market Winner, Financial Analysis Journal 44 (Mar-April 1988).
21. Stoll,D. and Whaley,R. Transaction Costs and The Small Firm Effect . Journal of Financial Economics, 12(1983).
22. Tobin .J, A general Equilibrium Approach to Monetary Theory, Journal of Money Credit & Banking, Vol: 1, No: 1, 1969.
23. William Schwert, The Adjustment of Stock Price to Information about Inflation, The Journal of Finance, March, 1981.

□□□

Internet Websites:

1. www.ase.com.jo/ar/pages
2. www.arab-api.org/course9
3. www.ase.com.jo/ar/pages.php?menu_id=90&local_type=0&local_id=0&local
4. www.adx.ae/Arabic/AboutADX/Pages/MarketEstablishment.aspx
5. www.alriyadh.com/2008/09/18/article375022.html
6. www.alwaqt.com/blog_art.php?baid=8740
7. www.argaam.com/Portal/Content/ResearchArticle.aspx".
8. www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801
9. www.dfm.co.ae
10. www.dfm.co.ae/default.aspx
11. www.dfm.co.ae/default.aspx
12. www.dfm.co.ae/pages/default.aspx?c=209
13. www.dgcx.ae/ar/arAboutUs.aspx
14. www.egyptse.com/index
15. www.esm.sca.ae/Arabic/EmiratesIndex/Pages/about.aspx
16. www.gulfta.com/forum/showthread.php?t=5767
17. www.hedayah.net/default.asp?browser=view&EgyxpID=61765
18. www.histgeo-ma.com/3an/manar/His3_6.htm
19. www.kuwait-history.net/vb/showthread.php?t=1431
20. www.pidegypt.org/download/azma.doc".
21. www.yementf.co.cc/montada-f15/topic-t220-20.htm

الملاحق

استمارة استبيان حول أطروحة الماجستير الموسومة:

مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم في سوق الأوراق المالية

يمثل هذا الاستبيان جزءاً من دراسة ميدانية تجريها الباحثة بقصد استكشاف مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري، وتساعد هذه الاستمارة في الوصول إلى معلومات من المستثمرين في سوق دبي المالي تمكن الباحثة من تحقيق الأهداف الآتية:

١. بيان أسس اتخاذ القرار الاستثماري لدى المستثمرين في سوق دبي المالي، وذلك على اختلاف جنسياتهم (إماراتيين، أجانب، عرب، خليجيين) وأنواعهم (مؤسسات، أفراد) وطبيعتهم (مضاربين، مستثمرين).
٢. بيان مدى اعتماد المستثمرين في سوق دبي المالي على التحليلين الأساسي والفني في صناعة قرارهم الاستثماري.
٣. التعرف على العوامل المؤثرة على مدى الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري في سوق دبي المالي.
٤. التعرف على العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية لدى المستثمرين في سوق دبي المالي.
٥. اختبار درجة الوعي الاستثماري ومدى معرفة المستثمرين في سوق دبي المالي لأدوات ومعايير التحليل الأساسي والفني.
٦. اختبار فرضيات الدراسة.
٧. تقديم التوصيات والمقترحات التي من شأنها التغلب على المعوقات التي تحد من الاعتماد على التحليلين الأساسي والفني في صناعة القرار الاستثماري السليم.

وبصفتك أحد المستثمرين في سوق دبي المالي نرجو الإجابة على فقرات الاستبيان بدقة وموضوعية وبأفضل ما لديك من معلومات.

علماً بأن جميع الإجابات لن تستخدم إلا لأغراض البحث العلمي حصراً.

مع خالص شكري وتقديري سلفاً لجهودكم المبذولة،،،

الباحثة / جهان جديني

أولاً – البيانات الشخصية:

١. نوع المستثمر:

فرد

٢. الجنسية:

اماراتي ☐ **خليجي** ☐ **عربي** ☐ **جنسيات أخرى** ☐

٣. السوق الذي تستثمر به:

سوق دبي ☐ **سوق ابو ظبي** ☐ **الاثنان معاً** ☐

٤. الجنس:

ذكر ☐ **أنثى** ☐

٥. العمر:

٢٠-٢٥ ☐ **٢٥-٣٥** ☐ **٣٥-٤٥** ☐ **٤٥-٥٥** ☐ **٥٥ فما فوق** ☐

٦. المستوى التعليمي:

أقل من ثانوي ☐ **ثانوي** ☐ **جامعي** ☐ **دكتورا فما فوق** ☐

ماجستير ☐

٧. التخصص العلمي:

---

٨. مجال العمل الوظيفي:

---

٩. مدة الاستثمار في السوق:

أقل من سنة ☐ **من ١إلى ٢ سنة** ☐ **من ٢إلى ٥ سنة** ☐ **أكثر من ٥ سنوات** ☐

١٠. حجم استثماراتك بالسوق:

أقل من ١٠٠ ألف ☐ **أقل من مليون** ☐ **أقل من ٥ مليون** ☐ **٥ مليون فما فوق** ☐

الأسلوب الذي تعتمده في تعاملك مع السوق:

مضارب ☐ **مستثمر قصير الأجل** ☐ **مستثمر متوسط الأجل** ☐ **مستثمر طويل الأجل** ☐

ثانياً – الأسئلة:

١١. *على أي من التحليلين تعتمد في اتخاذ قرارك الاستثماري:*

التحليل الفني ☐ التحليل الأساسي ☐ معا ☐ أخرى ----------

١٢. *هل تعرف أدوات ومعايير التحليل الأساسي:*

بصورة ممتازة ☐ بصورة جيدة ☐ نوعاً ما ☐ لا أعرفه ☐

١٣. *هل تعرف ادوات ومعايير التحليل الفني:*

بصورة ممتازة ☐ بصورة جيدة ☐ نوعاً ما ☐ لا أعرفه ☐

١٤. *هل تستخدم أحد أو كل معايير التحليل الأساسي قبل اتخاذ قرار شراء أسهم شركة ما:*

دائماً ☐ غالباً ☐ أحياناً ☐ لا أستخدمها ☐

١٥. *هل تستخدم أحد أو كل معايير التحليل الفني قبل اتخاذ قرار شراء أسهم شركة ما:*

دائماً ☐ غالباً ☐ أحياناً ☐ لا أستخدمها ☐

١٦. *هل تشتري أسهم شركة نتائج تحليلها الأساسي جيدة ولكن تحليلها الفني سيء:*

دائماً ☐ غالباً ☐ أحياناً ☐ لم يحدث ☐

١٧. *هل تشتري أسهم شركة نتائج تحليلها الفني جيدة ولكن تحليلها الأساسي سيء:*

دائماً ☐ غالباً ☐ أحياناً ☐ لم يحدث ☐

١٨. بين أهمية المصادر التالية كمصدر من مصادر المعلومات المتاحة لاتخاذ قرارك الاستثماري في الأسواق المالية:

	مصادر المعلومات	الأهمية النسبية				
		غير مهم أبداً	غير مهم	متوسط الأهمية	مهم	مهم جداً
١	نصائح الأصدقاء					
٢	استشارة المتخصصين					
٣	الاخبار التي يتم تسريبها من الشركة					
٤	القوائم المالية للشركة					
٥	اتابع حركة السوق تجاه الأسهم					
٦	الصحف والتلفزيون					
٧	شركات الوساطة المالية					
٨	الإشاعات السائدة في السوق					

١٩. ما أهمية العوامل التالية عند اتخاذ قرارك الاستثماري:

	الأهمية النسبية				
	غير مهم أبداً	غير مهم	محايد	مهم	مهم جداً
المعلومات الإقتصادية(معدل الناتج المحلي- السياسة المالية للدولة – معدل التضخم..)					
معلومات عن القطاع الذي تستثمر به (دورة حياة الصناعة- الطلب على منتجات الصناعة...)					
المعلومات النوعية عن الشركة المستثمر بها (مركز الشركة التنافسي – اعضاء مجلس إدارتها- كفاءة إدارة الشركة – جودة منتجات الشركة...)					
إظهار القوائم المالية المقارنة لأكثر من سنة مالية					
المؤشرات والنسب المالية المستخدمة في تحليل القوائم المالية (نسب السيولة- نسب الربحية – نسبة توزيعات الارباح – نسبة التدفق النقدي للسهم ....)					
حركة الأسعار التاريخية للأسهم					
حجم التداول اليومي					
مستويات الدعم والمقاومة					
العوامل الدينية المتعلقة بأنشطة الشركة المساهمة ومدى توافقها مع الشريعة الإسلامية					
عوامل سياسية (مثلاً: وجود خلافات سياسية بين بلدك والبلد الذي تعمل به الشركة المساهمة)					
عوامل اجتماعية (مثل التأثر بقرارات مستثمرين آخرين)					
عوامل مادية (مثل تسريحك من العمل، أو حصولك على مصدر جديد للدخل)					
إشاعات السوق الإيجابية والسلبية					

٢٠. برأيك ماالتغير الذي قد يطرأ على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في الحالات التالية :

	سوف ترتفع أسعار			لن تتغير	سوف تنخفض أسعار			لا أعرف
	أسهم السوق كلها	أسهم قطاع معين فقط	أسهم هذه الشركة فقط		أسهم السوق كلها	أسهم قطاع معين فقط	أسهم هذه الشركة فقط	
اعلان عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي الإجمالي								
انخفاض أسعار الفوائد								
معلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم								
انخفاض سعر صرف العملة المحلية								
ازدياد المنافسة العالمية على السوق المحلي والأسواق الأجنبية التي تتعامل معها إحدى الصناعات								
فرض ضرائب جديدة على الأرباح التجارية والصناعية للشركات.								
ارتفاع نسب الربحية للشركة								
انخفاض نسب السيولة للشركة								
انخفاض نسبة التدفق النقدي للسهم الواحد								
زيادة التوزيعات النقدية للسهم								
ارتفاع معدل العائد على حقوق المساهمين								
ارتفاع معدل العائد على توزيع الأرباح								

انخفاض مخاطر التشغيل								
ارتفاع حجم الأموال المتاحة لدى المستثمرين للإستثمار في الأوراق المالية								
ارتفاع مؤشر القوة النسبية إلى ما فوق الـ ٧٠%								
انخفاض عائد السندات متوسطة الجودة								
ارتفاع مؤشر المستويات العلياو الدنيا إلى مافوق الـ ٩٠ %								
انخفاض مؤشر الصعود والهبوط لما دون ٣٥ %								
ارتفاع نسبة البيع على المكشوف للمتخصصين								
وصول الأسعار إلى مستوى المقاومة								
وصول الأسعار إلى مستوى الدعم								

Summary:

The purpose of this study is to identify the extent of depending on fundamental and technical analysis in making the investment decision by investors in Dubai financial market, and the factors that affect their investment decision as a major determinant of the behavior of stock price.

On the theoretical part, the study dealt with: the concept of the financial markets, its economic importance, its establishment and success requirements, the concept of the efficiency of the financial markets and its different formulas. in addition to the reasons of financial crisises and collapses that might encounter the financial markets, by analyzing the most important financial crisises that have happened, its reasons and its effects on international economies.

Also the researcher has clarified: the basics and the scientific principles for making the right investment decision, the way that investment strategy is planned and portfolios are built and managed, the main ways for making the right investment decision which are fundamental and technical analysis, their methodology and how important is each of them in making the right investment decision.

On the practical part, the study explained: the basics of making the investment decision by Dubai financial market investors, the factors affecting their investment decisions and the resources of their investment information.

The study also: tested the degree of investment awareness for Dubai financial market investors, the extent of their knowledge about tools and standards of fundamental and technical analysis, and the extent of their dependence on them in making their investment decision and factors affecting that.

Results of the study:

1- The technical analysis is an integrant to the fundamental analysis and supports it in making the investment decision in Dubai financial market.
2- The extent of depending on fundamental and technical analysis in making the investment decision by Dubai financial market investors is low.
3- Rumors prevailing in the financial markets are part of the important information resources that are available to investors in Dubai financial market.

4- There are factors that directly or indirectly affect the investment decision, Those factors are not directly and clearly connected neither to the financial market main factors nor to the main indicators of the economy as a whole nor to the company, such as: (religious factors, political factors, positive and negative rumors in the stock exchange..).

5- Investors in Dubai financial market do not have sufficient investment awareness and enough knowledge about fundamental and technical analysis tools and standards, which negatively affects the degree of using these two analyses in making the investment decision.

6- Many factors affect the degree of depending on fundamental and technical analysis in making the right investment decision, some of these factors are: the investors' awareness degree, the efficiency level of the financial market, the investing type, the educational level of the investor...etc.