

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 08 ماي 1945 قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

التحليل الأساسي ودوره في ترشيد قرارات

الاستثمار في سوق الأوراق المالية

- دراسة حالة بورصة أورونكست باريس Euronext Paris -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: تمويل التنمية

تحت إشراف:

الأستاذ: بن شرشار عزالدين

من إعداد:

- مقراني رابح

السنة الجامعية: 2013-2014

التشكرات

أتوجه بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنراء هذا العمل، وأخص بالذكر في هذا المجال الأستاذ المشرف عز الدين بن شريته الذي لم يبخل علي بأي معلومة منذ بداية الدراسة في طور الماستر وظل يشجعني منذ الواقعة الأولى لمواصلة أعمال الدراسة والبحث وهو ما نمتي لرغبتني لاختيار هذا الموضوع والبحث في هذا المجال.

الإهداء

قال الله تعالى بعد بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ اقْرَأْ بِاسْمِ رَبِّكَ الَّذِي خَلَقَ ﴿١﴾ خَلَقَ الْإِنْسَانَ مِنْ عَلَقٍ ﴿٢﴾ اقْرَأْ وَرَبُّكَ الْأَكْرَمُ ﴿٣﴾ الَّذِي عَلَّمَ بِالْقَلَمِ ﴿٤﴾ عَلَّمَ الْإِنْسَانَ مَا لَمْ يَعْلَمْ ﴿٥﴾ ﴾

الحمد لله كثيرا .. له الفضل و له الشكر فلا توفيق إلا به .. و لا بركة إلا باسمه و الحمد لله أولا
و أخيرا و الصلاة و السلام على من لا نبي بعده

يقول رسول الله صلى الله عليه و سلم من لا يشكر الناس لا يشكر الله

من نطق هذا الحديث فتقدم بالشكر الجزيل لجميع أساتذتي وخاصة في الطور الجامعي فلم يقصروا
كما كانوا بالنسبة لي منبر نور

إلى من سخرها مثال التضحيات و الصومود إلى من لم يهتألها بال و لم يغمض لها جفن حتى أكون
قادرا على شق دروب الحياة إليك يا أحب الناس إلى قلبي

أمي الغالية

إلى أعظم إنسان راته عني من حمل همي في صغري و تابع مشوار حياتي و لم يزل صامدا إلى
أبي العزيز

إلى جميع إخوتي

و إلى كل الأهل و الأقارب والأصدقاء

رابع

الفهرس العام

التشكرات

الإهداء

الفهرس العام

فهرس الجداول والأشكال

المقدمة العامة (أ)

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد 2

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي 3

المطلب الأول : أساسيات حول الاستثمار المالي 3

الفرع الأول : مفهوم الاستثمار المالي 3

الفرع الثاني : أهداف الاستثمار المالي وأهميته 4

الفرع الثالث : أساليب الاستثمار المالي 5

المطلب الثاني : تحليل عوائد ومخاطر الاستثمار المالي 6

الفرع الأول : تحليل العائد 6

الفرع الثاني : المخاطرة 10

المطلب الثالث : انقرار الاستثماري 15

الفرع الأول : مفهوم القرار الاستثماري 15

الفرع الثاني : أنواع القرارات الاستثمارية 17

الفرع الثالث : مقومات القرار الاستثماري 19

الفرع الرابع : محددات القرار الاستثماري 22

المبحث الثاني : أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية 23

المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية 23

الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية 23

الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية 24

الفرع الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية 25

المطلب الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية 26

الفرع الأول : السوق الأولية 26

الفرع الثاني : السوق الثانوية 28

المطلب الثالث : الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية	29
الفرع الأول : الأسهم	29
الفرع الثاني : السندات	35
الفرع الثالث : المشتقات المالية	40
المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية وتخصيص الاستثمارات	42
المطلب الأول : ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية	42
الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية	42
الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية الكفوة	43
الفرع الثالث : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية	44
المطلب الثاني : الصيغ المختلفة للسوق المالية الكفوة	45
الفرع الأول : الصيغة الضعيفة	45
الفرع الثاني : الصيغة شبه القوية	45
الفرع الثالث : الصيغة القوية	46
المطلب الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات	46
خلاصة الفصل الأول	49
الفصل الثاني : التحليل الأساسي كمدخل لترشيد قرارات الاستثمار	
تمهيد	51
المبحث الأول : الإطار النظري لمداخل تحليل الأوراق المالية	52
المطلب الأول : التحليل الأساسي	52
الفرع الأول : مقدمة عن التحليل الأساسي	52
الفرع الثاني : اندرج المنطقي لتحليل الأساسي	53
المطلب الثاني : التحليل الفني	54
الفرع الأول : مفهوم التحليل الفني	54
الفرع الثاني : مبادئ وافتراضات التحليل الفني	55
الفرع الثالث : أدوات التحليل الفني	56
المطلب الثالث : مقارنة التحليل الأساسي بالتحليل الفني	59
الفرع الأول : أوجه الشبه بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	59
الفرع الثاني : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	59
المبحث الثاني : التحليل الأساسي وتحليل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة	62

المطلب الأول :	تحليل ظروف الاقتصاد ودوره في ترشيد قرار الاستثمار.....	62
الفرع الأول :	السياسة النقدية (The monetary policy)	62
الفرع الثاني :	السياسة المالية (Fiscal policy)	64
الفرع الثالث :	تحليل علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بتغيرات أسعار الأوراق المالية	65
المطلب الثاني :	تحليل ظروف الصناعة و دورها في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية	68
الفرع الأول :	تعريف الصناعة وأهمية تحليلها	68
الفرع الثاني :	تصنيف الصناعات	69
الفرع الثالث :	اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة	71
الفرع الرابع :	أدوات تحليل ظروف الصناعة	75
المبحث الثالث :	تحليل ظروف الشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية	79
المطلب الأول :	اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الشركة	79
الفرع الأول :	التحليل التاريخي لنمبيعات	79
الفرع الثاني :	حجم الطلب على منتجات الشركة	79
الفرع الثالث :	ظروف المنافسة	80
الفرع الرابع :	طبيعة المنتج	80
الفرع الخامس :	تحليل العلاقة بين سعر السهم والربح المتوقع	80
المطلب الثاني :	أدوات تحليل ظروف الشركة	80
الفرع الأول :	القوائم المالية الأساسية	81
الفرع الثاني :	التحليل باستخدام النسب المالية	83
	خلاصة الفصل الثاني	92
الفصل الثالث : محاولة تطبيق منهج التحليل الأساسي لترشيد قرارات الاستثمار		
في بورصة أوروونكست باريس		
	تمهيد	94
المبحث الأول :	تقديم عام لبورصة أوروونكست باريس (Euronext Paris)	95
المطلب الأول :	نشأة وتطور بورصة أوروونكست باريس	95
المطلب الثاني :	هيكل السوق المالية الفرنسية وكيفية تسوية المعاملات	96
المطلب الثالث :	الهيئات المتدخلة في بورصة باريس	98
المبحث الثاني :	تحليل الظروف الاقتصادية وظروف القطاع وعلاقتها بحركة	100
التداولات بسوق أوروونكست باريس		

المطلب الأول : تحليل ظروف الاقتصاد الفرنسي.....	100
الفرع الأول : السياسة النقدية	100
الفرع الثاني : السياسة المالية	103
الفرع الثالث : التضخم	104
الفرع الرابع : النمو الاقتصادي والإنتاجية	104
الفرع الخامس : معدلات البطالة	106
المطلب الثاني : تحليل ظروف القطاع	108
المبحث الثالث : تحليل المركز المالي للشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في بورصة باريس....	109
المطلب الأول : تقديم الشركات محل الدراسة	109
الفرع الأول : شركة PEUGEOT	110
الفرع الثاني : شركة RENAULT	110
المطلب الثاني : تحليل المركز المالي للشركات باستخدام النسب المالية	110
الفرع الأول : نسب السيولة	111
الفرع الثاني : نسب النشاط	113
الفرع الثالث : نسب الربحية	115
الفرع الرابع : نسب المديونية	117
خلاصة الفصل الثالث	120
الخاتمة	122

قائمة المراجع

الملاحق

الملخص

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا (Beta)	13
(2-1)	أنواع القرارات الاستثمارية	18
(3-1)	منحنى التفضيل الاستثماري	19
(4-1)	آلية سيولة السوق الأولية	27
(1-2)	استراتيجية المصفاة	57
(2-2)	المتوسطات المتحركة	57
(3-2)	خطوط الدعامه و المقاومة	58
(4-2)	تصنيف واختيار الصناعات على أساس الدورة التجارية	71
(5-2)	دورة حياة الصناعة	77
(6-2)	تكرار دورة حياة الصناعة أكثر من مرة	78
(7-2)	موارد الشركة ومصادر تمويلها	82
(1-3)	نسبة التداول لشركة "بيجو" و "رونو"	112
(2-3)	معدل دوران إجمالي الأصول لشركة "بيجو" و "رونو"	114
(3-3)	العائد على حقوق المساهمين لشركة "بيجو" و "رونو"	116
(4-3)	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لشركة "بيجو" و "رونو"	118

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	جدول توضيحي لأهم الفروق بين السوق الأولية والثانوية	28
(1-2)	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	60
(1-3)	المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية في فرنسا ومنطقة الأورو	101
(2-3)	تطور قيمة الودائع الجارية والودائع لأجل في فرنسا	102
(3-3)	تطور معدلات الفائدة في فرنسا	102
(4-3)	تطور العبء الضريبي في فرنسا بين 2010 و 2011	103
(5-3)	تطور النمو والإنتاجية في فرنسا	105
(6-3)	تطور معدل البطالة في فرنسا حسب الفئات	106
(7-3)	تطور عدد البطالين في فرنسا	106
(8-3)	تطور النفقات المتعلقة بسياسات سوق الشغل في فرنسا	107
(9-3)	تطور إصدارات الأوراق المالية الخاصة بالمقيمين بفرنسا	108
(10-3)	نسبة التداول لشركة "بيجو" و "رونو"	111
(11-3)	معدل دوران إجمالي الأصول لشركة "بيجو" و "رونو"	113
(12-3)	العائد على حقوق المساهمين لشركة "بيجو" و "رونو"	115
(13-3)	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لشركة "بيجو" و "رونو"	117

المقدمة :

نظرا لما تعرضت له البورصات العالمية واقتصاديات الدول من الهزات حادة على مر الزمن ، بداية من هيار 1929 المعروف بأزمة الكساد العظيم ، الذي حدث بين 1929 و 1932 ، و أسفر عن إفلاس 5000 مصرف في الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها ، و تكبد المودعين لخسائر تقارب 3 ملايين دولار ، بالإضافة إلى انخفاض الناتج الوطني الإجمالي للولايات المتحدة و غيرها من الدول المتقدمة و تراجع معدل الاستثمار ، إلى غير ذلك من النتائج السلبية ، ووصولاً إلى الأزمة المالية العالمية (2008) التي ألقت بظلالها على مختلف الدول ، إذ كانت شبيهة إلى حد كبير بأزمة 1929 ، و تسببت في هيار كبرى الشركات العالمية ، ومازالت تداعياتها وآثارها جلية على الاقتصاديات الدولية إلى غاية يومنا هذا .

وعليه ، كان لا بد من التفكير في البحث في موضوع دراسة سوق الأوراق المالية وحركة الأسعار فيها ثم فهم طبيعة عمل هذه السوق و علاقاتها بحركة الاقتصاد ككل، خصوصا وأن استقرار هذه السوق يساهم في الاستقرار الاقتصادي سواء على المستوى المحلي أو العالمي.

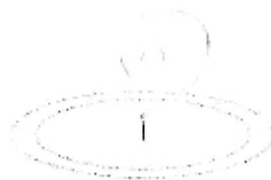
وما نعى رغبى في البحث في هذا الموضوع هو درجة اهتمامي البالغة بمجالات الإدارة المالية وخصوصا فيما يتعلق بتحليل قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية بناء على أسس علمية واتخاذ القرار الاستثماري المناسب بناء على مختلف التحليلات المتوفرة ، وهذا لما تتسم به الأسواق المالية من كفاءة في ظل اعتماد وسائل الاتصال والإعلام العصرية ومختلف متطلبات سير عملية تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في البورصة .

أهمية الموضوع :

نشأت البورصات وساهمت بشكل بارز في تمويل الاقتصاديات الغربية منذ قرون، حيث استقطبت إليها رؤوس أموال ضخمة خصوصا في ظل الاستقرار النسبي الذي شهدته البورصات العالمية بعد هيار 1987 ، وتماشيا مع حاجات المؤسسة ومن أجل تحقيق أهدافها المسطرة كان لا بد عليها من اتخاذ القرار المالي المثالي والمتعلق بالمفاضلة بين المصادر التمويلية المتوفرة (التمويل المباشر والتمويل غير المباشر) .

وفي هذا السياق ، يعد التمويل المباشر أحد أهم مصادر التمويل المتاحة، والذي يسهم إلى جانب التمويل غير المباشر في توفير السيولة للاقتصاد ، ناهيك عن دوره الفعال في تنشيط السوق المالية ، حيث تعمل هذه الأخيرة على استقطاب مدخرات الأفراد وإعادة ضخها في الاقتصاد الوطني .

ومن هنا أضحت موضوع الأسواق المالية يشغل حيزا هاما في الاقتصاديات المعاصرة، وهذا في ظل التطور الكبير الذي عرفته هذه الأسواق سواء من جانب ظهور الابتكارات المالية والمهندسة المالية (استحداث أدوات مالية تعرف بالمشتقات المالية) ، ومن جانب آخر هو تسارع وتيرة التكنولوجيا الحديثة ووسائل الإعلام



والاتصال العصرية ، وذلك تزامنا مع انفتاح الدول على بعضها بفضل سياسات التحرير المالي وبروز ما يسمى بالعملة المالية .

إن أهمية هذه التطورات تعكس أهمية دراسة سوق الأوراق المالية و حركة الأسعار فيها وصولا إلى فهم أعمق لطبيعة عمل هذه السوق وعلاقتها بحركة الاقتصاد ككل أو الأداء المالي للشركات المدرجة بها، خصوصا و أن استقرار سوق الأوراق المالية يخدم استقرار الاقتصاد الوطني سواء على المستوى المحلي أو العالمي.

ونكتسي عملية تحليل الأوراق المالية أهمية بالغة في ترشيد القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمر سواء بالشراء أو البيع أو عدم التداول ؛ وفي هذا الشأن يتوفر مدخلان من مدخل التحليل هما التحليل الأساسي والتحليل الفني .

فالتحليل الأساسي والذي هو موضوع دراستنا والذي سوف نتطرق إليه بالتفصيل يبحث في العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم من خارج السوق عبر تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية قصد التنبؤ بما ستؤول إليه ربحية الشركة ، إلى جانب التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، بمعنى أن هذا التحليل يهتم بمستقبل أسعار الأسهم وليس بالأسعار التي بيعت في السوق.

كما ينبغي أن يمر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، المرحلة الأولى و تتناول الظروف الاقتصادية العامة ، أما المرحلة الثانية فنصب على تحليل ظروف القطاع الذي تنسب إليه الشركة ، وأخيرا تحليل ظروف الشركة ودراسة مركزها المالي .

وسعيا منا لتحقيق التوافق والانسجام في مختلف أجزاء دراستنا التي تستهدف محاولة فهم العلاقة التي تربط بين التحليل الأساسي واتخاذ القرار الاستثماري الرشيد في سوق الأوراق المالية، يبدو أنه من الضروري أن نسلط الضوء على منهج التحليل الأساسي والذي يهتم بالتحليل الكلي أو دراسة الظروف الاقتصادية العامة للاقتصاد الفرنسي ، أي تحليل ظروف كل من القطاع الحقيقي، القطاع النقدي و القطاع المالي للاقتصاد الفرنسي وعلاقتها بالقرارات الاستثمارية، ومن ثم تحليل ظروف قطاع تصنيع السيارات بفرنسا ، وأخيرا التحليل الجزئي للمركز المالي لشركتين من الدراسة، والثان تنتمي للقطاع نفسه وهما شركتا : RENAULT ، PEUGEOT .

إشكالية البحث :

تتمثل الإشكالية المدروسة في مدى تأثير قرارات الاستثمار بسوق الأوراق المالية بالظروف الاقتصادية العامة، وكذا ظروف القطاع أو الصناعة، إلى جانب التأثير الكبير بالمركز المالي للشركة داخل القطاع نفسه ، وعلى ضوء ما تقدم ، يمكن صياغة التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة تحليل كل من الظروف الاقتصادية الكلية وظروف القطاع والشركة في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ؟

وللإجابة على هذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية :

هل يعتبر مدخل التحليل الأساسي المنهج السليم لترشيد القرار الاستثماري ؟

كيف يسهم تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع في تزويد المستثمر بمختلف المعلومات التي

تساعده في اتخاذ قرار الاستثمار ؟

ما مدى أهمية تحليل المركز المالي للشركة في التوصل إلى القرار الاستثماري الأمثل ؟

فرضيات البحث :

للإجابة على الإشكالية، وتدعيما للتساؤلات الفرعية وضعنا الفرضيات التالية :

تعد سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للاقتصاد الوطني وهي بذلك تعكس الوجه الحضاري للاقتصاديات المعاصرة .

- تعتبر التشوهات في آلية عمل الأسواق المالية والقيود التي تحد من كفاءتها الدافع الرئيسي وراء استخدام المستثمرين لأساليب التحليل في السوق على أمل التطلع لنقص الاستثمارية المربحة .

- التحليل الأساسي يعد من أفضل الأساليب المستخدمة من قبل المحللين الماليين في تحليل تغيرات أسعار الأوراق المالية و التنبؤ بحتمها مستقبلا وصولا إلى القرار الاستثماري الأمثل .

د - لا يعتبر التحليل الفني أسلوبا تحليليا بديلا للتحليل الأساسي بل أسلوبا مكمل له .

هـ - يعتبر التحليل من أعلى إلى أسفل إطارا منهجيا ذا فعالية أكبر ضمن التحليل الأساسي .

- يتوقف اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد على تحليل المركز المالي للشركة .

أهداف البحث :

تكمن أهداف هذه الدراسة فيما يلي :

- التعرف على أهمية وجود سوق مالية تعمل على توجيه الأموال المدخرة إلى قنوات سليمة للاستثمار

وبالتالي قياس وضعية الاقتصاد عامة و الشركة المراد الاستثمار في أوراقها المالية خاصة، نظرا لكون أسعار

هذه الأخيرة وتغيراتها تعد الرابط المهم بينها وبين البورصة، حيث أن سعر الورقة يعكس بصدق و إلى حد

ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين و المختصين، خاصة

ما إذا كانت السوق المالية فعالة أو كفوءة .

- إبراز أوجه الشبه والاختلاف الموجودة بين كل من التحليل الأساسي و التحليل الفني ، ومعرفة أيهما يكون أنسباً لمساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة .
- إبراز مدى أهمية التحليل الأساسي في تحليل مختلف المؤشرات الاقتصادية الكلية لسائدة بفرنسا ضمن فترة الدراسة وأثرها على تغير حجم إصدارات الأوراق المالية على مستوى بورصة "أورونكست باريس".
- التعرف على أهمية تحليل ظروف القطاع ضمن منهجية التحليل الأساسي من خلال تناولنا لبعض القطاعات الأساسية والرائدة بفرنسا .
- إبراز الأهمية الكبيرة لتحليل ظروف الشركة في ترشيد قرارات المستثمرين ، وهذا من خلال تحليل المركز المالي مع إجراء مقارنة بين شركة "رونو" وشركة "بيجو" .
- محاولة التعرف على المبادئ النظرية التي تحكم أسواق الأوراق المالية عامة و سوق "أورونكست باريس" خاصة، كي يتسنى لنا تطوير أسواقنا المالية العربية ، وخاصة منها التي تعاني من التخلف مقارنة بالأسواق المالية الأخرى في العالم .

حدثة و أهمية البحث في الوقت الحاضر :

يعتبر موضوع هذه الدراسة من المواضيع الاقتصادية الحديثة خاصة في مجال الإدارة المالية عامة و مجال الاستثمار في الأوراق المالية خاصة، وهذا مع حدوث الثورة التكنولوجية و إنشاء اقتصاد جديد يتسم بالاستخدام المكثف للوسائل الحديثة، الشيء الذي عزز من كفاءة الأسواق المالية نتيجة عملية الاندماج المالي بين المركز المالي المتقدم و النامية ، وإتباع البلدان النامية سياسة التحرر المالي، وبالتالي ارتفاع قيمة الحافظة الاستثمارية في الأسهم العالمية، وهو ما زاد من أهمية دراسة سوق الأسهم وحركة الأسعار فيها وصولا إلى فهم أعمق لطبيعة عمل هذه الأسواق و علاقتها بحركة الاقتصاد ككل.

ولذلك ستركز على أهمية الموضوع في الوقت الحاضر، لاسيما بالنسبة للطلبة الباحثين وسلطات البورصة، وكذلك المتعاملين فيها من مستثمرين أو محللين مابين ، وهذا بغية تدعيم فكر الاستثمار في الأوراق المالية وتنشع حركة أسعارها في البورصة من خلال أسس علمية ، إلى جانب هذا فإنه تم التركيز على أهمية الموضوع كذلك بالنسبة لعامة الناس من أجل نشر ثقافة مالية و استثمارية و التعرف على الأهمية الحقيقية لعملية الاستثمار في بورصة الأوراق المالية .

المناهج المتبعة و أدوات جمع و تحليل البيانات :

من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع ، وبغية تحقيق الانسجام والتنظيم بين كافة محاور الدراسة في إطار الإشكالية المطروحة، استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي كونه يتناسب مع موضوع البحث، خصوصا لدى التطرق لمفهوم القرارات الاستثمارية ، وكذلك عند توضيح مفهوم سوق الأوراق المالية و آليات التعامل فيها، إلى جانب استخدامنا هذا المنهج عند تبسيط المضمون على جوهر الدراسة ألا وهو التحليل الأساسي الذي يعتمد بشكل كبير على البيانات والمعلومات الإحصائية .

ولتوضيح كل ذلك استعملنا المنهج الإحصائي التحليلي، مستعين في ذلك بعدد من الأدوات كالجداول و الرسوم البيانية والنسب المئوية ، والتي استطعنا الحصول عليها من خلال مصادر أهمها : التقارير السنوية الصادرة عن معهد الوطني للإحصاء والدراسات الاقتصادية بفرنسا (INSEE) ، التقارير السنوية الصادرة عن شركتي "رونو" و "بيجو" لصناعة السيارات ، إلى جانب المعلومات والبيانات التي توفرها سوق "أورونكست باريس" على مواقعها الالكترونية .

التوثيق العلمي :

يهدف حصص جوانب الموضوع و إثراء الدراسة اعتمدنا على نوعين من أدوات البحث والتوثيق العلمي، وهما البحث المكتبي و البحث الميداني : فالبحث المكتبي من خلال توظيفنا للمكتب والمجلات والموسوعات والرسائل العلمية سواء باللغة العربية أو اللغة الأجنبية قد مكنتنا من تغطية الجوانب النظرية للموضوع وإثراء فحواه ، أما بالنسبة للبحث الميداني فقد ساعدنا أكثر على تحليل وفهم أعمق لمختلف الأقسام النظرية وذلك بإسقاطها على الجانب العملي عبر اعتمادنا على مختلف التقارير والبيانات الإحصائية التي سمحت لنا بإجراء عملية التحليل وبالتالي التمكن من توضيح بعض نقاط اللبس التي تشوب الموضوع .

شرح بعض المصطلحات :

✓ **البورصة :** تلك السوق التي تهدف إلى التسعير والتمويل ، ولها عرض وطلب وراء كل منهما وسطاء حيث الوساطة تتم بين أشخاص مالية وليست بين أموال ، كما أنها تعمل في إطار آليات معينة وزمان ومكان، موضوعها هو الأوراق المالية .

✓ **القرار الاستثماري الرشيد :** وهو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل فأكثر ، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار ، وللمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري .

✓ السوق المالية الكفوءة : وهي السوق التي تحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة : أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، لأنه في ظل السوق المالية الكفوءة يعكس سعر السهم الذي تصدره الشركة كافة المعلومات المتاحة عنها، وتكون القيمة السوقية لهذا السهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية .

✓ التحليل الأساسي : وهو مدخل يعني بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بغرض التنبؤ بما ستؤول إليه الأوضاع الاقتصادية والمالية للدولة ككل ، ثم الصناعة التي تنتمي إليها الشركة ، وبعد ذلك ربحية الشركة ذاتها . إلى جانب هذا بالإمكان التعرف على حجم المخاطر المرتبطة بهذه الربحية .

محتويات البحث :

قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات التي تم صياغتها؛ عمدنا إلى تقسيم موضوع الدراسة بما فيه المقدمة العامة والخاتمة إلى ثلاثة فصول، نظرنا في الفصل الأول إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، حيث تناولنا فيه ثلاثة مباحث هي على الترتيب كما يلي: الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي، أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، كفاءة سوق الأوراق المالية وتخصيص الاستثمارات، ثم سلطنا الضوء في الفصل الثاني على التحليل الأساسي كمدخل لترشيد قرارات الاستثمار، والذي بدوره تضمن ثلاثة مباحث هي على التوالي : الإطار النظري لمدخل تحليل الأوراق المالية، التحليل الأساسي وتحليل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة، تحليل ظروف الشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أما الفصل الثالث والأخير فقد عرّجنا فيه على محاولة تطبيق منهج التحليل الأساسي لترشيد قرارات الاستثمار في بورصة أوروونكست باريس، حيث اشتمل هذا الفصل على ثلاثة مباحث هي على التوالي : تقديم عام لبورصة "أوروونكست باريس"، تحليل الظروف الاقتصادية وظروف القطاع وعلاقتها بحركة التداولات بسوق "أوروونكست باريس" ، وأخيرا تحليل المركز المالي للشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في بورصة باريس ، ليختتم البحث بالنتائج والتوصيات .

صعوبات البحث :

اعترضتنا جملة من الصعوبات عبر مختلف مراحل هذه الدراسة لاسيما في الجانب المتعلق بالتحليل الأساسي ، وذلك رغم توفر عدد هائل من الكتب في مجال الأسواق المالية ، إلا أنه نادرا ما يتم تطرق المؤلفين لموضوع التحليل من زاوية متعمقة ومفصلة ، وحتى مختلف الكتب والمراجع المتوفرة باللغة الأجنبية لا تركز على مدخل التحليل الأساسي ، وإنما تشير إليه باختصار .

ومن الناحية العملية فقد واجهتنا صعوبات فيما يخص ترجمة بعض المصطلحات سواء من الكتب الأجنبية أو من مواقع الانترنت نظرا لتوفر أغلب المعلومات باللغة الأجنبية كون الدراسة الميدانية تتناول بورصة باريس ، إلى

جانب ذلك ، اعترضتنا جملة من الصعوبات لدى قيامنا بعملية جمع وتبويب البيانات، نتيجة نشأت الإحصائيات في بعض الأحيان على مواقع الانترنت الخاصة بكل من بورصة "أورونكست باريس"، شركتا "رونو" و "بيجو"، وإن تمت عملية الجمع و التبويب فهي في كثير من الأحيان تختلف من مصدر إلى آخر خاصة فيما يتعلق بجدول حسابات النتائج والميزانية الخاصة بالشركات موضوع الدراسة ، حيث لدى اعتمادنا على بيانات الشركات للفترة (2010-2013) وجدنا أن إحدى هذه الشركات لم تفصح عن الأرقام الخاصة بجدول حسابات النتائج لسنة 2010 ، مما لم يمكننا من حساب بعض النسب المالية لهذه الشركة خلال السنة المذكورة .

الفصل الأول

تمهيد :

لقد تمخض عن التطورات المتتالية التي طرأت على شتى المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية تنامي الاحتياجات المالية للوحدات الإنتاجية بالنظر إلى توسعها ، مما أفضى إلى تطور الأنظمة المالية ، إذ شغلت نصيبا كبيرا من الاهتمام على كافة المستويات ، لما تؤديه من وظائف بارزة على صعيد تحقيق نمو اقتصادي أمثل .

وفي هذا الإطار ، تكتسي سوق الأوراق المالية أهمية بالغة كطرف فاعل في النظام المالي، بالنظر لإسهامها الحقيقي في تمويل الاقتصاد عبر الوساطة المالية ، وبالتالي فالبورصة تمثل شكل التمويل المباشر للاقتصاد ومرآة عاكسة لحالته. فكلما اتسمت هذه السوق بأداء جيد من حيث حجمها وسيولتها، كلما انعكس ذلك إيجابا على الأداء الاقتصادي ككل.

ومن هذا المنطلق، سنحاول أن نتعرض في هذا الفصل إلى الإطار النظري لسوق الأوراق المالية ، ويتعين علينا في سياق ذلك تسليط الضوء على أهم الآليات التي تميز سوق الأوراق المالية ، وهذا من أجل التعرف على كيفية تخصيص الاستثمارات تخصيصا أمثلا ، ومن ثم يقتضي الأمر التطرق إلى أنواع القرارات الاستثمارية كون هذه الأخيرة تعبر في النهاية عن بحاجة وجدوى الاستثمار المالي ضمن فضاء مالي يتسم بالتغير والديناميكية .

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للاستثمار المالي

من خلال هذا المبحث سنعمد إلى التعرف على الاستثمار المالي وأهدافه وأساليبه، ثم نعرض على جانب العائد والمخاطرة اللذان يلزامانه، وفي الأخير نتطرق إلى القرار الاستثماري بأنواعه ومقوماته وكذا محدداته.

المطلب الأول : أساسيات حول الاستثمار المالي

سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى مفهوم الاستثمار المالي وأهم أهدافه، ومن ثم إلى الأساليب المتبعة في مثل هذه الاستثمارات.

الفرع الأول : مفهوم الاستثمار المالي

ارتبط الاستثمار المالي تاريخياً بإنشاء الشركات المساهمة العامة وتطورها وتوسع نشاطها ونمو عتدها. وتعد أوروبا منذ سبعة قرون مضت نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار نظراً لما شهدته هذه المنطقة من تطور اقتصادي وصناعي وتجاري .

وعليه يعرف الاستثمار المالي بأنه: " حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات المسكية (الأسهم والسندات)، أو أدوات المديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة " ¹.

كما يعرف الاستثمار المالي على أنه: " شراء حصة في رأسمان ممثلة بأسهم، أو حصة في فرض ممثلة في سندات أو شهادات إيداع تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية " ².

من جانب آخر تعبر الاستثمارات المالية أيضاً عن الاستثمارات المتعلقة بالأسهم والسندات وأدوات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والودائع القابلة للتداول والخيارات

فالدراسات الاستثمارية تركز عادة على هذا النوع من الاستثمارات باعتباره الأكثر تنظيماً وفق مؤسسات وأسواق وتشريعات وسياسات (محلية ودولية) والأكثر استقطاباً للنشاطات الاقتصادية (الإنتاجية والتبادلية والتمويلية) على كافة المستويات . ولقد بلغ الاهتمام بالاستثمارات المالية إلى حد أن الاقتصاديين أصبحوا يرون بأن الاستثمار عبارة عن تحويل النقود إلى أوراق مالية، وهذا ما يقابله ترك الاستثمار (Deinvestment)، والذي هو التخلي عن الأوراق المالية مقابل النفود السائلة .

وهنا من الضرورة الانتباه إلى أمرين :

➤ أن وجود الأوراق النقدية (السائلة) أمر ضروري في النشاط الاستثماري المالي، إلا أن المبالغة في سيادة هذه الأوراق على الأسواق المالية تؤدي إلى سيطرة المضاربة على الاستثمار، وجرّد الاستثمار المالي من محتواه الحقيقي ؛

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، طبعة أولى، دار المسير، الأردن، ص. 20.

² محمد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، طبعة أولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص. 12.

إن النقود المحلية - غير القابلة للتحويل الدولي - إن تسهم في تسيير عمليات تبادل الأوراق المالية في الأسواق المحلية : فإنها لا تكون جزءاً من رأس المال المستثمر ، بل تعد جزءاً من الثروة الخاصة .

وبالتالي فإن الاستثمار في حقيقته لا ينمو بالضرورة مع زيادة الإنفاق من خلال السيولة المحلية ، لا فقط بسبب عجزها أمام التداول الدولي وتغطية الالتزامات الخارجية ، بل ولأن تدفق السيولة المحلية لتمويل الاستثمارات دون تجهيز المقابل للسلع والخدمات يؤدي غالباً إلى تفاقم معدلات التضخم الذي يتسبب في مزيد من واقع التدهور للعملة المحلية ، وبما يجعل الاستثمار الحقيقي الممول بهذه العملة متناقصاً في قيمته¹.

ومن يحمل التعاريف السابقة يمكننا حصر أهم الخصائص التي يتميز بها الاستثمار المالي في النقاط التالية²:

التجانس الكبير في وحداته ؛

وجود أسواق متطورة للتعامل فيه ؛

يعطي مالكة حق المطالبة بالفائدة أو الربح عند موعد الاستحقاق في حالة السندات ؛ وعند النصفية في حالة الأسهم ؛

ليس له كيان مادي ملموس ، فهو يحتاج إلى مصاريف نقل وتخزين أو صيانة ؛

يحصل مالكة على منفعة منه في حالة اقتنائه له عن طريق جهود الآخرين ؛

يتصف بدرجة عالية من المخاطر بسبب تذبذب أسعاره .

الفرع الثاني : أهداف الاستثمار المالي وأهميته

يشتمل الاستثمار المالي على العديد من الأهداف يمكن حصرها فيما يلي³:

أولاً - تأمين المستقبل : عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سناً معيناً وهم على أبواب التقاعد ، حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم بحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة .

ثانياً - تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول : يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام ، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر ، ومضافاً إليها العائد المحصل .

ثالثاً - تحقيق أكبر دخل جاري : يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الإعتبارات الأخرى .

رابعاً - حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم : إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية ، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة .

¹ هوشيار معروف ، الاستثمارات والأوراق المالية ، طبعة أولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2003 ، ص . 33 .

² محمد أحمد عماد الله ، مرجع سابق ، ص . 29 .

³ المرجع السابق ، ص . 12 ، 13 .

خامسا - تحقيق أكبر هو ممكن للثروة : يحيل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون ، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب على اختيارهم ، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخلفاتها .

سادسا - حماية الدخول من الضرائب : يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها ، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية .

وعلى ضوء الأهداف سالفه الذكر ، والتي يصير الاستثمار المالي إلى بلوغها ، تبرز أهمية هذا الأخير من حيث العديد من الجوانب ، وتكمن هذه الأهمية في¹ :

زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه ، وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين ؛

توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين ؛

توفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة ؛

زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة ؛

توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمالة الماهرة ؛

إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج ، مما يوفر العملات

الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي .

الفرع الثالث : أساليب الاستثمار المالي

هو شكل من أشكال الاستثمار التي يتبعها المستثمر لتطبيق استراتيجية استثمارية تتوافق وأهدافه ، سواء استثمار الفرد في الأسهم مباشرة أو في صناديق استثمار . فمن المهم مراعاة ما يسمى بالأساليب الاستثمارية ، فالاختلاف في الأساليب الاستثمارية يمكن أن يعني بأن المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق نتائج واحدة تبعا لظروف السوق ، قد يحققون في الواقع نتائج مختلفة . ومن أهم أساليب الاستثمار مايلي² :

أولا - الأسلوب المحافظ :

يركز هذا الأسلوب على المحافظة على رأس المال المستثمر ، وذلك بتجنب المخاطر التي قد تهدده ، وغالبا ما يحدّي هذا النمط مع كبار السن من المستثمرين ممن هم على مشارف التقاعد ، وممن تقتلص فرصهم في تعويض أي رأس مال قد يخسرونه .

¹ المرجع السابق ، ص . ص . 13 . 14 .

² ماجد أحمد عطا الله ، مرجع سابق ، ص . ص . 32 . 33 .

ثانيا - الأسلوب الجريء :

ينطوي هذا الأسلوب على الأخذ بمخاطر أعلى مقارنة بالأسلوب السابق : وذلك من أجل تحقيق عوائد أكبر . وقد يقوم المستثمر الجريء بشراء أسهم لشركات غير معروفة أو جديدة ربما توزع أرباحا طائلة ، أو يكون سيئها للنقل .

ثالثا - الأسلوب المعتمد على القيمة :

المستثمر الذي يركز على القيمة يبحث على أوراق مالية يعتقد بأنها تباع بأقل من قيمتها العادلة ، ويفترض أنها قد ترجع إلى أسعارها العادلة ما إن يكتشف المساهمون مستوى قيمتها العادل .

رابعا - الأسلوب المعتمد على النمو :

يسعى هذا الأسلوب الاستثماري إلى اقتناء الأسهم التي يتوقع ارتفاع أسعارها ، وبالتالي عوائدها وذلك بمستوى أكبر من يحمل عوائد الأسهم المتداولة في السوق . وبالطبع فإن هذه الاستثمارات يصاحبها الكثير من المخاطر .

خامسا - الأسلوب المتنوع :

ويجمع هذا الأسلوب بين القيمة والنمو في آن واحد ، وهو ما يعني أن المستثمر يسعى إلى الموازنة بين الاستثمارات التي تقيم بأقل من سعرها العادل ، وتلك التي يتوقع لها النمو العالي .

سادسا - الأسلوب المعاكس :

ويقوم المستثمرون المعاكسون لأسباب مختلفة بشراء الأوراق المالية التي يتجنبها الآخرون .

المطلب الثاني : تحليل عوائد ومخاطر الاستثمار المالي

في كثير من الأحيان يكون من العسير على المستثمر أن يضبط بدقة معدل العائد المتوقع على الاستثمار . وإن كان بإمكانه أن يضع إطارا للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد والذي يشكل أهمية بالنسبة للمستثمر ، فهو لا يعتبر فقط السبيل لتقدير العائد المتوقع على الاستثمار ، بل يعد أيضا السبيل لتقدير المخاطر المحيطة بهذا العائد ، أي مدى التذبذب المحتمل أن يتعرض له . ولذلك فإن كل من العائد المتوقع والمخاطرة يمثلان المتغيران الأساسيان اللذان يتخذ على أساسهما قرار الاستثمار¹.

الفرع الأول : تحليل العائد

سنحاول من خلال هذا الفرع التطرق إلى مفهوم العائد وأهم أنواعه سواء كانت العوائد تاريخية أو متوقعة ، ومن ثم توضيح طريقة قياس كل نوع من أنواع هذه العوائد .

¹ منير إبراهيم حندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1996 ، ص . 237 . أي جزء ٢

أولاً- مفهوم العائد :

يمثل العائد مقدار الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر والذي يلبي رغبات المستثمر¹. ومن جهة أخرى ، ينظر إلى العائد على أنه تلك المكافأة التي يحصل عليها المستثمر من توظيف أمواله في مشروع ما كالأسهم العادية مثلاً ، والتي يكون فيها العائد إما بصيغة أرباح نقدية موزعة تقرر من قبل إدارة الشركة أو في صورة توزيع لأرباح الأسهم ، إلى جانب ذلك العوائد الرأسمالية الناتجة عن عملية البيع والشراء في البورصة².

ثانياً- أنواع العوائد :

يمكن تصنيف عوائد استثمار معين إلى نوعين : معدل عائد تاريخي وعائد متوقع ، وكل عائد منهما له دلالة على النحو التالي³:

أ- معدل العائد التاريخي (Historical rate of return) :

عندما نتكلم عن عائد الاستثمار لأصل معين ، فإننا نأخذ في الاعتبار التغير في قيمة ذلك الاستثمار ، هذا التغير في القيمة يمكن أن يكون بسبب التدفقات النقدية كالفائدة أو توزيعات الأرباح ، أو يكون بسبب التغير في سعر الأصل (موجباً كان أم سالباً) ، لذا يقاس معدل العائد التاريخي لفترة معينة (سنة واحدة) بالاعتماد على التغير في قيمة ذلك الاستثمار مضافاً أية توزيعات نقدية خلال تلك الفترة .

ب- العائد المتوقع (Expected return) :

تم التطرق إلى معدل العائد التاريخي (الفعلي) لاستثمار معين الذي يعتمد على بيانات فترة مالية منتهية ، غير أنه بالمقابل يكون المستثمر أحياناً بحاجة إلى تقييم الاستثمار المستقبلي نسبة إلى التوقعات أو لتنبؤات بمعدلات عائد ذلك الاستثمار . فالعائد المتوقع يستند إلى نظرية الاحتمالات (Probability theory) وذلك بأن يتم تحديد احتمالات قيم كل من العوائد الممكنة (Possible return) التي تكون حدود قيمها (Values range) بين الصفر (وتعني احتمال عدم تحقق عائد) إلى الواحد (وتعني أن هناك حالة تأكد تام بأن الاستثمار سيحقق معدل عائد معين) .

إن هذه الاحتمالات تعتبر تقديرات تستند إما على اعتبارات موضوعية للأداء التاريخي (Historical performance) للاستثمار ، أو على اعتبارات شخصية في ضوء توقعات المستثمر في الفترة القادمة .

¹ غازي فلاح المرمي ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، طبعة ثانية ، دار الشامخ للنشر والتوزيع ، عمان ، 2003 ، ص . 71 .

² أرشد فواز التميمي ، مرجع سابق ، ص . 45 .

³ مؤيد عبد الرحمن النوري ، إدارة الاستثمار والحفاظ الاستثمارية ، طبعة أولى ، إراء النشر والتوزيع ، الأردن : 2010 ، ص ص . 55-63 .

ثالثا - طرق قياس العائد :

أكثر ما يتميز به العائد هو أنه ذو مفاهيم متنوعة تجعل من طرق قياسه تتحدد بالعديد من المعايير أهمها¹ :

أ - العائد على الاستثمار (Return on investment) :

ويقاس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول أو مجموع المبلغ المستثمر على تحقيق أرباح بعد الضريبة ، وبحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{المبلغ المستثمر (مجموع الأصول)}}$$

ب - العائد على حقوق الملكية (Return on Equity) :

ويشير هذا المعيار إلى قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة باعتبار أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع والمكون من أسهم عادية وأسهم ممتازة؛ إضافة إلى الاحتياطات المختلفة من احتياطي إجباري واحتياطي اختياري واحتياطات أخرى إلى جانب الأرباح الدورية . والعلاقة التي تعبر عن هذا العائد هي :

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

ج - عائد فترة الاحتفاظ (Holding period yield) :

يعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس وأكثرها أهمية بالنسبة للمستثمر ، إذ يقيس العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأصول المالية ، والتي من الممكن أن تكون سنة أو أكثر أو أقل .
ويدرج في تشكيل هذا العائد مايلي :

✚ عائد التوزيعات (فائدة ، ربح) ، وقد تكون ثابتة كما هو الحال بالنسبة للسندات أو متغيرة كما في حالة الأسهم ، فضلا عن عوائد المستحقات المالية المختلفة .

✚ عائد القيمة الرأسمالية ، ويعادل الفرق ما بين قيمة شراء الورقة المالية وقيمة الورقة عند التنازل عنها .
والصيغة التي تعبر عن هذا المقياس هي :

$$\text{معدل العائد بين فترتين} = \frac{\text{مجموع العائد المحقق بين الفترتين}}{\text{قيمة الأساس}}$$

¹ غازي فلاح المومني ، مرجع سابق : ص ص . 71 - 73 .

$$R = \frac{d + (P_t + P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث : R : معدل العائد بين $t-1$ ، t : P_t : قيمة الورقة عند البيع (القيمة السوقية)
 d : التوزيعات : P_{t-1} : قيمة الورقة عند الشراء

أما عن صيغة حساب معدل العائد للسند ، فهي لا تختلف عما سبق بالنسبة للأسهم ، حيث أن معدل العائد للسند يساوي الفرق ما بين سعري الشراء والبيع للسند مضافا إليه القيمة الموزعة مقسوما على سعر الأساس (القيمة الاسمية) للسند .

ونظرا لاختلاف المدة الزمنية (سنوية، نصف سنوية، فصلية، أيام) فإن حساب معدل العائد (R) يمكن تعديله بإدخال تأثير المدة الزمنية ، كما تؤخذ الصيغة العامة لحساب معدل العائد السنوي للورقة المالية كما يلي¹ :

$$R = \frac{d + (P_t + P_{t-1})}{P_{t-1}} \times \frac{360}{\text{No.days}}$$

حيث :

No.days : تمثل المدة الفاصلة بين فترة الحصول على الورقة المالية وفترة التنازل عنها .

يتضح مما سبق الكيفية التي يمكن بواسطتها حساب معدل العائد السنوي أو مدة الاحتفاظ (Holding period) للورقة المالية ، وبالتالي فإن حساب العائد لسلسلة زمنية ممكن في ضوء ذلك، مع الأخذ بعين الاعتبار طريقة تناول المتوسط الحسابي للعائد (خلال السلسلة) ، ويأخذ حساب المتوسط للعائد الصيغة الآتية :

$$\bar{R} = 1/t \sum R_i$$

حيث : t : الفواصل الزمنية 1، 2، 3 ...

i : الاستثمارات المختلفة 1، 2، 3 ...

$\bar{R}$: المتوسط الحسابي لعائد عدد من السنوات لعدد من الاستثمارات

تفترض الصيغة السابقة لحساب متوسط العائد بأن احتمالات تحقق العوائد كل سنة (فاصل زمني) متساوية، لذلك فإن الدجوء لنوسط الحسابي يعني هدف حساب متوسط العائد للسلسلة الزمنية سواء لبيانات تمثل عائد تاريخي مؤكد (Ex-Post) أو لبيانات تمثل سلسلة عوائد متوقعة ، أي مقدرة وخططة (Ex-ant) .

أما إذا لم تتساوى احتمالات تحقق العائد ، فلا بد من أخذ نسبة احتمال الحدث بالحسبان عند حساب متوسط العائد ، خصوصا أن السوق تشهد موجات رواج وكساد متأثرة بالدورة التجارية التي يمر بها الاقتصاد ، أو التأثير المتباين لنشاط الشركات ، ونتيجة الظروف الطبيعية وهكذا .

¹ محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، 2005 ، ص ص 183 - 186 .

لذلك تأخذ صيغة حساب متوسط معدل العائد لسلسلة الشكل التالي :

$$\bar{R} = E(R) = \sum P R_i$$

$\bar{R}$: متوسط العائد لسلسلة (تاريخية أو متوقعة)

R_i : العائد لكل فاصلة زمنية للورقة

P : احتمال تحقق العائد

الفرع الثاني : المخاطرة

يمثل عنصر المخاطرة المحدد الرئيسي لقرارات الاستثمار إضافة إلى عنصر العائد ، وعليه سنحاول التطرق بالتفصيل إلى أنواع مخاطر الاستثمار وطرق قياسها .

أولاً - مفهوم المخاطرة :

يقصد بالمخاطرة في الاستثمار " درجة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية ، أي عدم انتظام العوائد والخوف من وقوع الخسائر : ففي حالة ما إذا كانت العوائد ثابتة ومنظمة خلال السنوات القادمة فإنه لا توجد مخاطرة كما هو الحال بالنسبة لسندات ، حيث أن رأس المال مضمون والعائد (الفائدة) المحقق ثابت ولا يتغير ، ويطلق على مثل هذا النوع من الاستثمار " الاستثمار الخالي من المخاطرة" ¹ . أما إذا نظرنا إلى الاستثمار في الأسهم ، فإننا نجد العوائد غير ثابتة وتحتل الربح والخسارة والتغير من سنة إلى أخرى . وعليه يكون مثل هذا النوع من الاستثمار ذا مخاطرة أعلى ، ولذلك يمكن اعتبار المخاطرة هي درجة عدم التأكد وذبذبة العوائد من حيث الارتفاع والانخفاض ، وخصوصاً إذا ترتب على انحراف تحمل خسائر ، لذا يكون العائد هو أساس قياس المخاطرة .

أما من جانب آخر، فإن هناك فرق بين المخاطرة وعدم التأكد ، حيث يكمن الفرق في مدى معرفة متخذ القرار باحتمالات تحقق التدفق النقدي : فالمخاطرة تصف موقفاً ما ، يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع التوزيع الاحتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية . بينما في حالة عدم التأكد ، فإن متخذ القرار لا يملك المعلومات الكافية من أجل وضع التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية ، وإنما يتم التقدير على أساس الحكم الشخصي ² .

¹ غازی فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص . 77 .

² منير إبراهيم هندي ، 1996 ، مرجع سابق ، ص . ص . 240 . 241 .

ثانيا - أنواع المخاطر :

تقسم مخاطر الاستثمار بشكل عام إلى نوعين : مخاطر منتظمة (Systematic risks) ومخاطر غير منتظمة (Non systematic risks) .

أ- المخاطر المنتظمة : وهي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء ، بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة ناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين ، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة والتضخم أو نظرا لظروف سياسية كالاضرابات العمالية والحروب ، أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل ، ولا يمكن تجنب مثل هذه المخاطر بأي طريقة من الطرق ، وإنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة من ¹ :

● **مخاطر تغير معدل الفائدة (Interest rate risk) :** وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقع ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية ، فأسعار الأوراق المالية وخصوصا السندات منها تتأثر بتقلب أسعار الفائدة السوقية وبطريقة عكسية . فكلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما انخفضت أسعار السندات والعكس بالعكس .

● **مخاطر التضخم (Inflation rate) :** أو ما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد ، وهي تلك المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد ؛ فارتفاع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فنخفض القيمة الحقيقية للاستثمار ، وذلك لانخفاض قيمته الحالية .

● **مخاطر السوق (Market risk) :** يتأثر السوق بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب ، وغيرها من العوامل التي تؤثر على سلوك المستثمر ، حيث ينقل هذا السلوك إلى التعامل مع السوق ، مما يجعل الأسعار تتغير مؤثرة بذلك على حركة السوق إلى حالات الارتفاع أو الركود في حجم التداول ، حيث تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول ، وتكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول (الكساد) ، وبهذه المخاطر تتأثر العوائد وتكون غير مستقرة . ولتفادي مثل هذه المخاطر فعلى المستثمر اللجوء إلى عمليتي الشراء والبيع في الوقت السليم ، كأن يشتري عندما يكون السوق في حالة ركود وتكون الأسعار منخفضة ، وبيع في حالة حركة السوق وارتفاع حجم التداول مع ارتفاع الأسعار ² .

ب - المخاطر غير المنتظمة :

المخاطرة غير المنتظمة تمثل جزءا من مخاطرة أصل معين أو شركة ، وتكون مرتبطة بأسباب عشوائية تتعلق بالظروف الخاصة بذلك الأصل أو تلك الشركة مثل إضراب العاملين ، والدعاوى القضائية ضد الشركة ،

¹ محمد مطر وفايز نيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، جبعة أولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2005 ، ص ص . 41 - 45 .

² غازي فلاح المرمي ، مرجع سابق : ص ص . 78 - 79 .

وسوء الإدارة ، وخسائر الشركة ، وغيرها . ويطلق على هذا النوع من المخاطر بالمخاطر التي يمكن تجنبها عن طريق التنوع (Diversifiable risk) ، إذ يمكن تخفيضها من خلال بناء محفظة متنوعة الأصول¹ . ولهذا النوع من المخاطر مصادر متعددة أهمها² :

- **مخاطر الصناعة (Industrial risk) :** تظهر هذه المخاطر نتيجة لظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة لتلك الصناعة أو ارتفاع تكلفتها في السوق ، ووجود خلافات بين الإدارة والعاملين ، وكذلك تأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية ، إلى جانب ذلك تأثيرات التغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين ، فضلاً عن تأثيرات بروز منتجات جديدة أو تكنولوجيا جديدة .
- **مخاطر الإدارة (Management risk) :** وتعني تلك المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات معينة ، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء قد ينجم عنها انخفاض في حجم تداول أسهم الشركة في السوق المالي ، وبالتالي انخفاض سعرها السوقي ، وقد تؤدي تلك الأخطار إلى وقوع خسائر للشركة تصل إلى مرحلة الإفلاس .

● **مخاطر الدورات التجارية الخاصة (Special business cycle risks) :**

ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو صناعة معينة ، وتحدث في أوقات غير منتظمة ، ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي .

- **مخاطر الرفع المالي (Financial leverage risk) :** يقصد بالرفع المالي التغير في أرباح السهم الواحد الناجمة عن تغير معين في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة ، وتحدث هذه المخاطر نتيجة لاستخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة (القروض ، السندات ، الأسهم الممتازة) ، ويؤدي استخدام الرفع المالي أحياناً إلى تعرض الشركة للمخاطر ، إذ أن زيادته عن الحد المعقول قد تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة على القروض التي تطلبها الشركة من المقرضين ، مما قد يعرض الشركة إلى مخاطر قد ينشأ عنها احتمالات الإفلاس أو التصفية القانونية .

- **مخاطر الرفع التشغيلي (Operating leverage risk) :** يقصد بالرفع التشغيلي القابلية على استخدام الأعباء التشغيلية الثابتة لتعظيم أثر التغير في المبيعات على التغير في الدخل الناتج قبل الفائدة والضريبة ، فأى زيادة للتكاليف التشغيلية الثابتة دون أن يرافقه زيادة قياسية في حجم المبيعات يؤدي إلى تعرض الشركة للمخاطر وحدوث الخسائر .

ثالثاً - طرق قياس المخاطرة :

تعتبر المخاطرة من العناصر التي من العسير قياسها ، حيث أن مفهوم المخاطرة هو درجة عدم التأكد أو عدم انتظام العوائد ، ولهذا فإن أقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التباين (Variance) ،

¹ مويّد عبد الرحمن المدوّري : 2010 ، مرجع سابق ، ص . 205 .

² المرجع السابق ، ص . ص . 208 ، 209 .

حيث يعبر هذا المعيار عن مقدار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد، وانطلاقاً من التباين يتم استنتاج الانحراف المعياري (Standard deviation)، والذي يمثل الجذر التربيعي للتباين، وعليه فإن كل من هذين المعيارين يمثلان أفضل مقياس لقياس المخاطر غير المنتظمة. أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة (العامة) والتي تقع على السوق ككل، فيمكن قياسها عن طريق المعامل بيتا (Beta)¹.

أ- قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا (Beta):

إضافة إلى ما سبق التطرق إليه فإن الخطر المنتظم يعود لمؤثر مشترك ما بين الأصول المالية المختلفة فضلاً عن صعوبة تجنبه عن طريق عملية التنوع، ولهذا فإن تقديره يتطلب إيجاد الارتباط ما بين عائد السوق حسب ما يعكسه مؤشر السوق وعائد الورقة المالية محل التحليل لمخاطرها المنتظمة.

فالمعامل بيتا (Beta) يعد المقياس المناسب لتحديد المخاطر المنتظمة، حيث يعبر عن مقدار التغير الحاصل في عائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق والممثل لتغيرات عائد السوق².

ويمكن صياغة العلاقة بين عائد السوق غير مؤشر السوق R_m وعائد الورقة R_i بالمعادلة الخطية الآتية³:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m$$

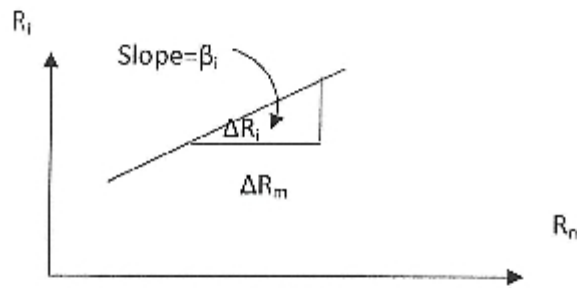
حيث:

α_i : ثابت يعكس معدل العائد للورقة المستقل عن تغيرات السوق.

β_i : المعامل بيتا، ثابت يمثل ميل معادلة الخط المستقيم، عاكساً بذلك التغير الحاصل في معدل عائد

الورقة المالية (R_i) نتيجة التغير في عائد السوق التابع لمؤشر السوق (R_m) بوحدة واحدة.

شكل رقم (1-1): قياس المخاطر المنتظمة بواسطة المعامل بيتا (Beta)



المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 192.

¹ غازي فلاح البرمكي، مرجع سابق، ص. 80.

² منير إبراهيم هندي، 1996، مرجع سابق، ص. 251.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص. 192.

ويمكن قياس المعامل بيتا (Beta) من خلال الصيغة الآتية¹:

$$B_i = \frac{Cov_{im}}{Var_m} = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i) \cdot (R_m - \bar{R}_m)}{\sum (R_m - \bar{R}_m)^2} \quad \text{حيث :}$$

$\hat{B}_i$: المعامل بيتا المقدر .

Cov_m : التباين المشترك ما بين الورقة المالية والسوق.

Var_m : تباين عائد السوق .

أما عن الطريقة الإحصائية لتقدير المعامل بيتا (Beta) فهي لا تختلف عن الصيغة السابقة بل هي نفسها، حيث نصل إلى $\hat{B}_i$ من خلال تبني العلاقة التالية:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_i$$

ولقياس المعامل ($\hat{B}_i$) ميل الخط المقدر نأخذ بالصيغة التالية²:

$$\hat{B}_i = \frac{\sum r_{im}}{\sum r_m^2}$$

حيث :

$\sum r_{im}$: مجموع حاصل ضرب الانحرافات عائد السوق وعائد الورقة عن وسطها الحسابي .

r : تمثل العوائد بالقيم الانحرافية .

$\sum r_m^2$: مجموع مربعات انحراف عائد السوق.

ب- قياس المخاطر غير المنتظمة باستخدام التباين والانحراف المعياري:

باعتبار المخاطر غير المنتظمة هي تلك المخاطر الناشئة عن سلوك الورقة المالية (تغيرات معدل العائد) خلال مدة دراسة الخطر والتي تعد انعكاسا لسلوك ونشاط جهة الإصدار، ففي الوقت الذي لا يمكن تجنب المخاطر المنتظمة وارتباطها بالسوق، فإن المخاطر غير المنتظمة يمكن تفاديها عن طريق متابعة تقلب (تشتت) عائد الورقة حول وسطها وهو ما يعرف بالانحراف المعياري (δ) وهذا تعبيرا عن مخاطر الورقة منفردة، ثم استبدالها بورقة مالية ذات انحراف معياري أدنى أو عائد أعلى لانحراف المعياري نفسه، مع العلم أن: ($\delta^2 = \text{var}$)³.

فالمخاطر غير المنتظمة تمثل انعكاس المخاطر المنتظمة خلال مدى زمني معين في تقلب العائد الذي تحققه أوراقها المالية.

¹ مبارك نسلوس ، التيسير المالي - تحليل نظري مدعم بأثلة وتقارير بحولة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004 ، ص . 148 .

² محمود محمد الداغر ، مرجع سابق ، ص . 193 . 194 .

³ المرجع السابق ، ص . 195 .

أما عن الانحراف المعياري فهو مؤشر إحصائي مناسب لقياس تقلب معدل العائد حول وسطه المعبر عن القيمة المستقرة لعدد من المشاهدات (Observation) لمعدل العائد، ووفقاً لهذا المؤشر فإن تقلب العوائد (الشهرية، الفصلية، السنوية) بشكل كبير عن المتوسط يعطي إشارة للمستثمر حول كون الورقة المالية محل الاستثمار تحمل معها معدل مخاطرة مرتفع، أما في حالة ما إذا كان التقلب منخفضاً عن الوسط فإن الورقة المالية أقل مخاطرة.

وعليه فإن قياس الانحراف المعياري لا ينحصر ببيانات تاريخية بل يمتد للبيانات المتوقعة أيضاً.

$$\delta = \sqrt{\text{Var}} = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

أما عن الصيغة العامة في حالة وجود احتمال وقوع حادث ما (P) فهي تكتب على الشكل التالي¹:

$$\delta = \sqrt{\text{Var}} = \sqrt{\frac{\sum P_i (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

المطلب الثالث : القرار الاستثماري

إن قرار الاستثمار مهما كان شكل الاستثمار يعد من أصعب القرارات وأكثرها حساسية. فهذا القرار في جوهره يمثل عملية تخصيص للموارد، هذا من جهة . ومن جهة أخرى فإنه يعد شكلاً من أشكال توزيع الدخل الوطني . وبالتالي يفترض أن يكون هذا القرار سليماً ومستنداً على أسس رصينة بغرض حماية الموارد النادرة وعدم تبديدها . ومن هنا تتضح أهمية دراسة كيفية تقييم القرارات الاستثمارية لغرض جوهري وهو ضمان جودة القرار والابتعاد عن القرارات الرديئة .

الفرع الأول : مفهوم القرار الاستثماري

قبل التطرق إلى أنواع قرارات الاستثمار التي تختلف وطبيعة المستثمر من متحفظ رشيد إلى مستثمر مضارب لابد أولاً من توضيح مفهوم القرار الاستثماري وأهم خصائصه .

أولاً - تعريف القرار الاستثماري :

تمثل عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية الاتجاهات الحديثة في الفكر المالي والاستثماري المعاصر ، وهي تنطوي على تحديد نوعية الأصول التي يجب أن يمتلكها المشروع سواء أكانت أصولاً ثابتة كالأراضي والمباني أم أصولاً متداولاً كالنقدية والأوراق المالية ، كما تهتم قرارات الاستثمار بكيفية توزيع هذه الأصول على نحو أمثل لتحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر . ولا يختلف القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر باعتباره اختياراً من بين بدائل متاحة².

¹ غازي فلاح المومني ، مرجع سابق ، ص . 80 .

² مروان مهنوط و كنجو عبود كنجو ، أسس الاستثمار : الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، القاهرة ، 2008 ، ص . 40 .

وهناك عدة تعريفات للقرار الاستثماري نذكر منها¹:

- قرارات استثمارية يترتب عليها استثمار أموال في إقامة مشروعات استثمارية يتولد عنها طاقات إنتاجية جديدة .
- قرارات استثمارية يترتب عليها استثمار أموال في التوسع للمشروعات الحالية ، ويتولد عنها زيادة الطاقة الإنتاجية الحالية للمشروع .
- قرارات استثمارية يترتب عليها إحلال وتجديد الأصول الحالية ، والغرض من هذه القرارات الاستثمارية هو المحافظة على الطاقات الإنتاجية الحالية أو زيادتها .

ثانيا - خصائص القرار الاستثماري :

تتوفر القرارات الاستثمارية على عدد من الخصائص التي تميزها ، بالنظر لطبيعتها التي ترتبط بالأجل الطويل ، ومن جملة هذه السمات نورد ما يأتي²:

أ- الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني : وتشمل في :

* ترتبط قرارات الاستثمار دائما بالأجل الطويل ، وعلى ذلك فيتطلب هذا ضرورة الأخذ في الاعتبار عامل التغير في قيمة النقود عند حساب تكاليف وعوائد الاستثمارات . فالفاصل الزمني بين وقت إنفاق الأموال للقرارات الاستثمارية ووقت الحصول على العائد دائما يكون نسبيا أطول مقارنة بقرارات الإنفاق الجاري . وفي هذا الصدد يقول "Hauge" أن للبعد الزمني بين تاريخ حدوث الإنفاق الاستثماري وبين تاريخ الحصول على ثمار الإنفاق دورا رئيسيا وهاما في القرار الاستثماري ، حيث أن الشركة تعيش مع هذه القرارات لعدة سنوات تالية مستقبلية . ويؤكد على ذلك أيضا "Haynes" بأنه سيكون هناك فارق زمني بين وقت حدوث الإنفاق الاستثماري ووقت الحصول على العوائد .

* أن تخطيط قرارات الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل يمتد إلى فترة زمنية طويلة ، فقرار الاستثمار له أهمية بالغة على مستوى الشركة خصوصا مع استمرار التقدم التكنولوجي في العصر الحديث ، والذي أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق ، الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري .

ب- الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعة : وتشمل في :

* تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل ، وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث .

* تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة ، لذا يجب أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العلمية المتخصصة ، والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل .

¹ عابد أحمد عطا الله ، مرجع سابق ، ص . 15 .

² المرجع السابق ، ص . 16 ، 17 .

*تعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل ، كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالي المخاطرة وعدم التأكد وكيفية تقدير معدل العائد على الاستثمار ومعدل تكلفة رأس المال.

ج- الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي : وتتمثل في ¹ :

*معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة ، مما قد يؤثر على حياة المشروع ، فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة ، وهذا يتطلب التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة .

*يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من أموال الشركة في أصول ثابتة منحصصة لفترة زمنية طويلة ، وهذا قد يتطلب البحث عن مصادر للتمويل كالاقراض . فالقرارات الاستثمارية تؤدي إلى تحمل الشركة في حالة التوسع أو الإحلال لتكاليف ثابتة يترتب عليها رفع حجم التعادل إلى مستوى أعلى من المستوى المعتاد لفترة زمنية طويلة .

*يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة ، أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية ، أو المحافظة عليها ، وذلك على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة .

*يضع اتخاذ قرار استثماري في مشروع معين على الشركة استثمار أموالها في بدائل استثمارية أخرى كان من الممكن استثمارها في مجالات أخرى .

الفرع الثاني : أنواع القرارات الاستثمارية

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطرة ، ومن أجل بلوغ هذه الغاية يواجه المستثمر ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية ، وتتمثل في ² :

أولاً - قرارات الشراء :

يتخذها المستثمر عندما يجد القبضة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداة الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق .

ثانياً - قرارات عدم التداول :

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها سوف لن تحقق له أية أرباح بالقياس مع المخاطر التي يمكن أن تترافق معها .

ثالثاً - قرارات البيع :

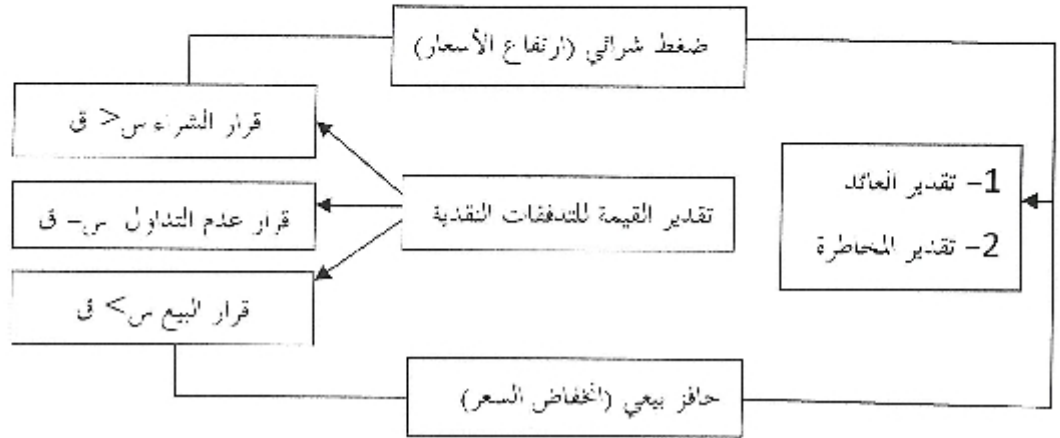
يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها ، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات .

ويمكن توضيح الأنواع الثلاثة للقرارات الاستثمارية من خلال المخطط التالي:

¹ ماجد أحمد عطا الله ، مرجع سابق ، ص - 17 .

² مروان شحوط ، مرجع سابق ، ص - 41 .

شكل رقم (2.1) : أنواع القرارات الاستثمارية



س : السعر السائد في السوق .

ق : التدفقات النقدية .

المصدر: مروان شموط ، مرجع سابق ، ص.40.

إلى جانب ما تم التطرق إليه من القرارات المذكورة ، تجدر الإشارة إلى أن مفهوم القرار الاستثماري الرشيد يستند على مبدأ الرشادة الاقتصادية (Economic rationality) الذي يقوم عليه علم الاقتصاد أساساً ، حيث من المفترض أن يتخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة ، أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أحسن استخدام ممكن ، والتي يكون لها استخدامات عديدة ، بحيث يصل إلى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يقدم أكبر عائد ممكن على الاستثمار ، أخذاً في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحي بها .

ومن هنا يمكن القول أن القرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل فأكثر ، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار ، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري .

ويتم اتخاذ القرار الاستثماري من خلال تحديد أهداف من المشروع الاستثماري ، ثم حصر البدائل الممكنة ، ثم اختيار أفضل بديل لعملية التقييم . ويستند القرار الاستثماري الرشيد على ثلاث مقومات ، وهي في حد ذاتها تشكل مكوناته فيما يسمى مثلث اتخاذ القرار الاستثماري ، حيث تكون قاعدته الأساسية هي دراسات الجدوى ومعايير التقييم التي يتم على أساسها اختيار البديل الأفضل وله مدخلاته (Decision Input) : وهي تمثل المتغيرات والمعلومات الداخلية وتقديراتها ، وله مخرجاته (Decision Output) التي تمثل الاختيار الذي يتم بواسطة اتخاذ القرار .

ويلاحظ أن القرار الاستثماري الرشيد يتم الوصول إليه باستخدام دراسات الجدوى الاقتصادية كقاعدة له على عدة مراحل ، وبالتالي فهو يقوم على دراسات مستفيضة مبنية على أسس علمية تأخذ في الاعتبار جميع المتغيرات المؤثرة على هذا القرار ، وتخضع للتحليل العلمي الدقيق للوصول إلى أدق التقديرات الممكنة للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة المتوقعة¹.

الفرع الثالث : مقومات القرار الاستثماري

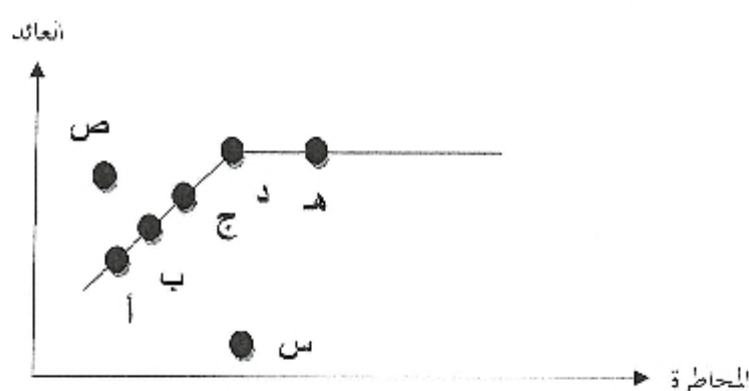
تقتضي الضرورة أن يكون القرار الاستثماري ناجحاً ، ولكي يكون كذلك يجب أن يرتكز على ثلاث مقومات رئيسية هي :

أولاً - تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار :

وتقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله تجاه كل من الربحية (Profitability) التي تتحدد من خلال معدل العائد على استثمار الأموال والسيولة (Liquidity) والأمان (Safety) السنين تتحددان من خلال المخاطرة التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد . وهنا يمكن القول أن فئة مستثمرين يرغبون في تحمل المخاطر على أمل الحصول على عوائد مرتفعة ، في حين يميل مستثمرون آخرون إلى تبني استراتيجية تقوم على القبول بعوائد متدنية لعدم رغبتهم في تحمل المخاطر المرتفعة ، ويذهب آخرون إلى إيجاد نوع من أنواع التوازن ما بين الإستراتيجيتين السابقتين².

وبذلك فإن التقاطع على منحنى التفضيل الاستثماري الموضح في الشكل أدناه تمثل خيارات للمستثمر لعوائد معينة في ظل درجات مقبولة من المخاطرة .

شكل رقم (3.1) : منحنى التفضيل الاستثماري



المصدر : طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان ، 2008 ، ص . 18 .

¹ عبد المطلب عبد الحميد ، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص . ص . 37 ، 38 .

² مروان مخرط ، مرجع سابق ، ص . 41 .

ويلاحظ من الشكل أعلاه أن كل من (أ، ب، ج، د، هـ) تمثل أدوات استثمارية مقبولة من قبل المستثمر لأنها تقع على منحنى تفضيله ، بينما الأدوات (س،ص) فإنها غير مفضلة لدى المستثمر ، إما لأنها لا تحقق العائد المرغوب (كما هي في "س") أو لأنها غير متاحة (كما هي في "ص") .

ووفقاً لمنحنى التفضيل الاستثماري ، بالإمكان تصنيف المستثمرين إلى ثلاثة أشكال :

- ✱ الأول : المستثمر المتحفّظ : الذي يكون حساساً جداً لعنصر المخاطرة .
- ✱ الثاني : المستثمر المضارب : الذي يعطي الأولوية لمسألة الربحية ، ما يجعل حساسيته للمخاطرة متدنية.
- ✱ الثالث : المستثمر المتوازن : وهو المستثمر الرشيد الذي يهتم بكل من العائد والمخاطرة بشكل متوازن¹.

ثانياً - الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري :

ينبغي على المستثمر مراعاة عدد من المبادئ العامة للاستثمار ، وذلك كي يتسنى له المفاضلة بين بدائل الاستثمار المتاحة : وتتمثل هذه المبادئ في² :

أ- مبدأ الاختيار (Choice) :

إن المستثمر الرشيد يبحث دائماً عن فرص استثمارية متعددة بما لديه من مدخرات ليقوم باختيار المناسب منها بدلاً من توظيفها في أول فرصة تتاح له . كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه خبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة .

ب- مبدأ المقارنة (Comparability) :

أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها . ويتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري أو الأساسي لكل بديل ، ومقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة .

ج- مبدأ الملائمة (Relevance) :

يطبق المستثمر هذا المبدأ عملياً عندما يختار من بين محالات الاستثمار وأدواته ما يلاءم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمره وعمله ، وكذلك حالته الاجتماعية . ويقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار ، والتي يكشفها التحليل الأساسي وهي :

1- معدل العائد على الاستثمار :

كأن متخذ القرار الاستثماري يعمل في ظل التأكد التام ، لكن من الممكن له أن يحدد بدقة متناهية العائد المتوقع الحصول عليه من الاستثمار ، ولأصبح اتخاذ القرار الاستثماري سهلاً يسيراً . غير أن الواقع يؤكد أننا نعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل . وفي عالم كهذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن

¹ طلال كداري ، مرجع سابق ، ص . ص . 17 ، 18 .

² زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي ، طبعة ثانية ، دار وائل للنشر ، عمان : 2005 ، ص . ص . 28 ، 29 .

يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه . غير أنه يستطيع أن يضع إطاراً للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد ، أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ضله ¹.

2- درجة المخاطرة :

يسعى المستثمر دائماً إلى الحصول على أكبر عائد ممكن ، إلا أن هناك عوامل عديدة تمنع المستثمر من تحقيق هذا الهدف لعل أهمها الخطر . ويمكن تعريف الخطر هنا على أنه احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع ، وهو ما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع . ومن الواضح أن المستثمر سوف يعمل دائماً على تجنب الخطر . فالمستثمر الذي يتجنب الخطر لن يرضى بقبول أي مستوى منه إلا إذا توقع الحصول على عائد كافٍ للتعويض عن هذا الخطر ².

3- مستوى السيولة :

تقاس السيولة بقدرة المستثمر على تغطية استثمار معين بالنقد خلال وقت قصير نسبياً عند قيمته السوقية العادلة أو بخسارة رأسمالية بسيطة . ومما لا شك فيه أن معظم الأصول المالية توفر درجة عالية من السيولة ، فالأسهم والسندات يمكن بشكل عام أن تباع خلال فترة قصيرة جداً بسعر معقول يغطي آخر قيمة تداول لها ، ولكن ذلك لا يمكن تحقيقه في حالة العقارات مثلاً لأنها تحتاج إلى وقت أطول لتحويلها إلى سيولة . وعليه فإن المستثمرين يجب أن يحددوا بعناية وضعهم الاستثماري لتحديد احتياجاتهم للسيولة ³.

د- مبدأ التنوع (Diversification) :

من أجل السيطرة على بعض مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية ، على المستثمر أن يضع معايير من الضروري أن يراعيها في محافظته الاستثمارية . وقد وجد علماء الاستثمار أن أفضل وسيلة يتبعها المستثمر لحماية استثماراته ومدخراته من المخاطر هي تنويع استثماراته وتوزيعها على أنشطة اقتصادية متعددة دون التركيز على نشاط اقتصادي واحد ، حيث يرون أن التنوع يعتبر من أهم قواعد الاستثمار وهدفاً من أهداف السياسة الاستثمارية . وعلى الرغم من أن التنوع لا يؤدي إلى تجنب المخاطر بصورة كلية ، فإنه يقللها بصورة ملحوظة ⁴.

¹ منير إبراهيم هندي ، 1996 ، مرجع سابق ، ص . 237 .

² محمد صالح الجنابي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004 ، ص . ص . 12 ، 13 .

³ مويّد عبد الرحمن النوري ، 2010 ، مرجع سابق ، ص . 28 .

⁴ حسين بني هاني ، الأسواق المالية : طبيعتها - تنظيمها - أدواتها - مشتقاتها ، طبعة أولى : دار الكندي : الأردن : 2002 ، ص . 200 .

الفرع الرابع : محددات القرار الاستثماري

للقرار الاستثماري محددات عديدة تؤثر فيه بشكل مباشر، ويتباين هذا التأثير من حالة إلى أخرى ، ويمكن حصر أهم هذه المحددات فيما يلي ¹ :

أولاً - التطور التكنولوجي :

مما لا شك فيه أن التطور التكنولوجي في مجال إنتاجي معين أو أي نشاط اقتصادي يعتبر من العوامل المهمة في خلق فرصة استثمار جديدة ، إذ أن إنتاج مادة جديدة أو إنتاج طرق إنتاجية متطورة في إنتاج السلع ، وفتح أسواق جديدة كلها تؤدي إلى زيادة الأساليب الاستثمارية ، وبالتالي الرفع من قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة .

ثانياً - اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة :

يعتبر عامل التوقع بالظرف الاقتصادي من حيث درجة الانتعاش ودرجة الانكماش (التفاؤل والنشأوم) من العوامل المؤثرة أيضاً في قرار الاستثمار وحجمه ، وذلك من خلال تأثيرها المباشر على تقديرات المستثمرين لما سيؤول إليه الاستثمار في مجال معين ، أي تقديراتهم وتوقعاتهم لعائد الاستثمار في مجال معين . فإذا كان التوقع بالانتعاش أي التفاؤل من حيث زيادة حجم السوق المتوقع واستقرار الوضع السياسي ، فإن ذلك سيشجع على زيادة حجم الاستثمار وتوسع مجالاته . أما إذا كان التوقع بالانكماش أي النشأوم من حيث ضيق نطاق السوق وعدم الاستقرار السياسي ، فإن ذلك سيؤثر سلباً على مقدار حجم الفرص الاستثمارية ، وبالتالي على حجم الاستثمار ، ذلك أن توقعات الربحية أو العائد المتوقع ستكون أقل مما هي عليه في الظروف الاعتيادية أو ظروف الانتعاش والتفاؤل .

ثالثاً - حجم الاستثمار وطبيعة المناخ الاستثماري :

يعد حجم سوق الاستثمار ذا أهمية كبيرة ، وعامل حجم السوق كمحدد لقرارات الاستثمار ، كما أن اتساع حجم السوق يعد من عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة ، وتحقيق الوفورات الاقتصادية . وبالتالي زيادة حجم الاستثمار ، إضافة إلى أن اتساع حجم السوق يؤدي إلى خلق فرص استثمارية جديدة متكاملة أو مرتبطة مع الاستثمارات القائمة ، كما أنه يؤدي إلى زيادة ربحية الاستثمارات القائمة ، مما يخلق فرصاً استثمارية جديدة من خلال تأثيره في قرار استخدام واستثمار هذه الأرباح في مجالات متعددة ، بالإضافة إلى أن المناخ الاستثماري الذي يتضمن العوامل الأساسية ، والتي تعتمد على درجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي ، وكذا درجة كفاءة الدولة في إقامة البنية الأساسية ، الأمر الذي يوفر المناخ السياسي والاقتصادي والاجتماعي الملائم لخلق فرص الاستثمارات وزيادتها .

¹ بناح محسن السبيعي: العلاقة بين ارتفاع مالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة ماجستير تخصص محاسبة ، كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط ، الكويت ، 2012 ، ص . ص 32 - 34 .

رابعاً - القوانين والتعليمات المالية :

إن لقوانين والتعليمات المالية أثراً في زيادة حجم الاستثمار أو توسيع الاستثمار القائم ، ومن هذه الأمور القانونية مسألة الضرائب التي تؤثر بشكل مباشر في قرار الاستثمار وفي تحديد اتجاهاته وطبيعة وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية .

المبحث الثاني : أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

بعدما تم التطرق إلى الإطار النظري للاستثمار المالي بشقيه سواء كان على مستوى سوق النقد أو سوق الأوراق المالية ، وفي إطار موضوع دراستنا هذه والتي نحاول من خلالها الإجابة على إشكالية مدى أهمية استخدام التحليل الأساسي في ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية ، كان لزاماً علينا التعرف أولاً على أهم أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول : ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية فضاء مناسباً لالتقاء أصحاب الفائض المالي بأصحاب العجز المالي ، تعمل على جمع واستقطاب مدخرات الأفراد وإعادة ضخها في الدورة الاقتصادية ، وهي بذلك تؤدي وظيفة تمويلية هامة .

الفرع الأول : تعريف سوق الأوراق المالية

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها : " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين " ¹.

كما تعرف سوق الأوراق المالية على أنها : " آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً ، ويمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية " ².

أما من الناحية الجزئية ، فتعرف سوق الأوراق المالية على أنها : " ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الأوراق المالية التي تم إصدارها والأشخاص الذين يرغبون في اقتنائها ، بحيث أن الطرف الأول يسعى إلى توفير السيولة التي هو بحاجة إليها ، بينما الطرف الثاني فهو في طور البحث عن القيم التي تكفل له التوظيف الأمثل بالنسبة لأهدافه المتوخاة " ³.

أما على المستوى الكلي فينظر إلى سوق الأوراق المالية على أنها : " مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث بإمكانها تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة ، وبالتالي

¹ محمد عوض عبد الجواد وعلى إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة : أسهم - سندات - أوراق مالية ، طعة أولى ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، عمان ، 2006 ، ص . 57 .

² أحسن عثمان ، دور تكنولوجيا المعلومات في غونة الأسواق المالية بين الفرص والتحديات : العدد 22 ، مجلة العلوم الاقتصادية والإنسانية ، جامعة باتنة ، جوان 2010 ، ص . 224 .

³ Bernard Bellelante, la bourse : temple de la spéculation ou marché financier?, 5^e édition, Hatier, France, 1991, P. 179 .

تكون قد ساهمت في عملية التكوين الرأسمالي ، أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحداً من أهم عوامل الإنتاج ، وعلى هذا الأساس فإن وظيفتها الاقتصادية هي تخصيص موارد المجتمع على أفضل استخداماتها ¹ .
وعليه، فإنه من محمل التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل لسوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تهدف إلى التسعير والتمويل ، ولها عرض وطلب وراء كل منهما وسطاء حيث الوساطة تتم بين أشخاص مالية وليست بين أموال ، كما أنها تعمل في إطار آليات معينة وزمان ومكان موضوعها أي الأوراق المالية .
فإذا كانت تهدف إلى التمويل وتكوين رأس المال ، فهذا تكون قد اتخذت الصورة الأولى من السوق وهي السوق الأولية (سوق الإصدار) ؛ أما إذا كان هدفها التسعير ، وهو أمر ضروري لتداول رؤوس الأموال ، أي الفصل بين رأس المال الطبيعي ورأس المال المالي وإمكانية تغيير الملكية دون التأثير على كمية الإنتاج ، وبالتالي تكون قد اتخذت الصورة الثانية وهي السوق الثانوية (سوق التداول) .

الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية

- تتميز سوق الأوراق المالية بعدد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق نذكر منها ² :
- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيمًا عن باقي الأسواق المالية الأخرى ، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين ، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق ؛ لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية ؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة ؛ وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات ، فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت ؛
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة ؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم ، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب ؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة .

إضافة إلى الخصائص المذكورة أعلاه ، توجد سمات أخرى لسوق الأوراق المالية نورد منها ما يأتي ¹ :

¹ محمد عبده محمد مصطفى ، تقسيم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، طبعة أول ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 ، ص . 1 .

² جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية والقديرة ، دار إهداء للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان ، 2002 ، ص . 56 .

الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا ، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة ؛

الاستثمار في هذه السوق قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية نظرا لكون أدوات الاستثمار فيها مثل السندات طويلة الأجل تحمل مخاطر سعرية ، سوقية ، وتنظيمية مختلفة ، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا ، إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا .

الفرع الثالث : وظائف سوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية الأداة التي تمكن من شراء وبيع الأوراق المالية ، فهي آلية نشأت لتسهيل عملية تبادل الأوراق المالية ، وقد وجدت هذه السوق لتحقيق جملة من الوظائف أهمها² :

✓ إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية : وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته ، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها. فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم وسندات . والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة ، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج مدخراته حسب ظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين .

✓ مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية : وترتبط هذه الوظيفة الأساسية الثابتة ارتباطا وثيقا بالوظيفة الأولى ، فلا ينبغي أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار ، وهذا يعني أن المدخر إلى جانب حرصه على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته.

إلى جانب الوظيفتين المذكورتين أعلاه ، هناك وظائف أخرى مكملية للوظائف الرئيسية منها :

✓ تفادي التقلبات العنيفة للأسعار : فالتطبيع المميز للمتعاملين في سوق الأوراق المالية هو سرعة الانفعالات لسماع أي أخبار ، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول ، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل . والبورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدة هذه التقلبات التي تعود أساسا للانفعالات ، والتي قد تكون عاطفة ، ويتحقق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصصون وعملاؤها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات ، فيشترون ما يرون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتشاؤم . وكذلك يواجهون أي طلب زائد نتيجة للتفاؤل الذي لا مبرر له ، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار ، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الانفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق القيام به : إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية .

¹ رشيد بركساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية المغربية : وسائل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، السنة الجامعية 2006/2005 ، ص . 10 .

² ريمية فرياقص : أسواق المال (أسواق - رأس مال - المؤسسات) ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 1999 ، ص . ص . 43 - 47 .

✓ توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر : وهذا من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جهة ، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها . فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم موضحة الأوراق التي وقع عليها التعامل وحركة الأسعار بها ، وذلك يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق ، وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق التي يرغب في الاستثمار فيها .

✓ مساعدة الشركات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل : إذ أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للشركات المقيدة بالبورصات في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة بالبورصة ، لأن قيد هذه الأوراق بالبورصة يعد نوعاً من الاعتراف بقدرة هذه الشركة وكفاءتها بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها ، ويسهل هذا من توجيه المستثمرين لمذخراتهم نحو هذه الأوراق المالية .

وعليه ، تتمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل :

✓ تعتبر البورصة مؤشراً للحالة الاقتصادية : فالبورصة تساعد في تحديد الاتجاهات العامة في عمليات التنبؤ ، فهي تعد المركز الذي يتم فيه تجميع التنبؤات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها . فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة ، كذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة . وزيادة على ذلك فإن ما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج ، ومما لا ريب فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر للأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبون فيها .

المطلب الثاني : تقسيمات سوق الأوراق المالية

تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين يرتبطان معاً ارتباطاً وثيقاً ، حيث أنه لا يمكن وجود سوق ثانوية بدون وجود سوق أولية يتم على مستواها إصدار الأوراق المالية لأول مرة ، مما يسمح بتداولها في السوق الثانوية ، لذا فإن سوق الأوراق المالية تشمل السوق الأولية والسوق الثانوية .

الفرع الأول : السوق الأولية

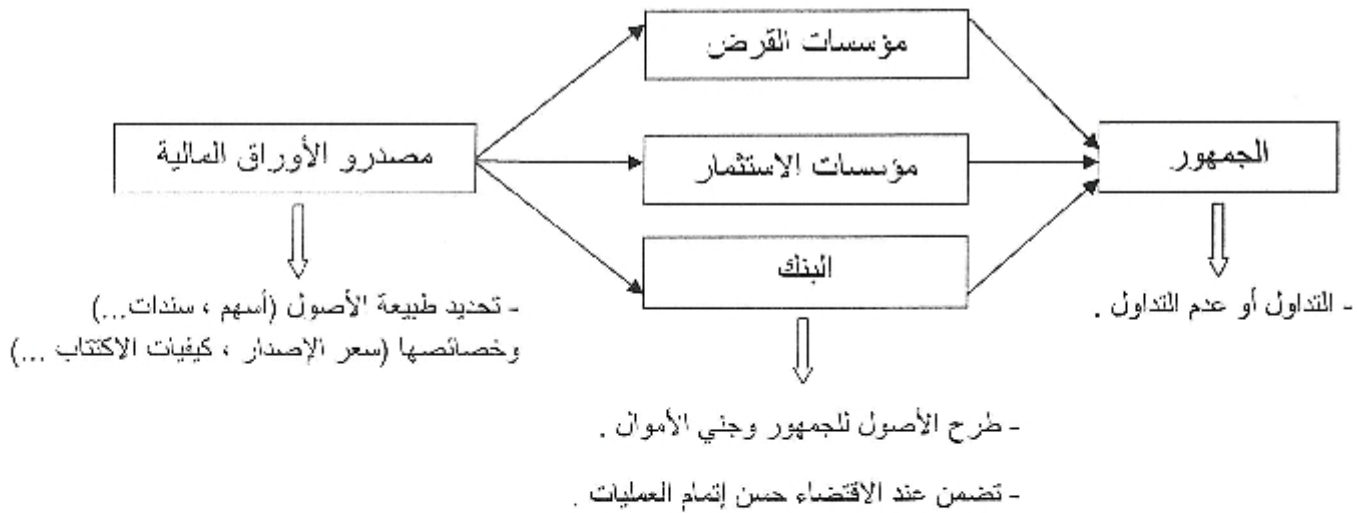
ينبغي قبل دراسة وتحليل أوراق مالية معينة توضيح الفرق بين السوق الأولية والثانوية ، فالسوق الأولية هي تلك السوق حيث يكون بائع الورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها ، أي أن المنظمة هي البائعة لهذه الأوراق ، وتتصف عملية الإصدار بأنها غير دورية وغير متكررة¹ .

فالسوق الأولية تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم العادية ، السندات ...) التي تصدرها الشركات والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية.

¹ محمد صالح احتشاي وحلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، نشر الجامعة ، الإسكندرية ، 2005 : ص 26 .

وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها ، بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار . ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب على الاستثمار¹ . في ذات السياق ، فإن السوق الأولية ليس لها مكان محدد ولا تخضع مباشرة لقانون العرض والطلب (كون المصدرين للأوراق المالية هم الذين يحددون السعر بأنفسهم) ، ويتضح ذلك من الشكل أدناه :

شكل رقم (4.1) : آلية سيولة السوق الأولية



Source : Jacqueline Delahaye , op.cit , P. 24 .

وتجدر الإشارة إلى أن العمليات في هذه السوق على نوعين : مباشرة وغير مباشرة . فالمباشرة تتم عندما تبيع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور مباشرة : أما العمليات غير المباشرة فتتم ببيع تلك الأسهم والسندات إلى وسيط معين ، يقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى للجمهور والمؤسسات التي ترغب في الاستثمار في تلك الأوراق . غير أن حامل الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها قد يحتاج إلى سيولة في أي وقت من الأوقات ولسبب أو لآخر ، وعليه فيإمكانه بيع تلك الأوراق لمستثمر آخر ، وهذا موضوع السوق الثانوية² .

¹ Jacqueline Delahaye et Florence Delahaye , gestion financière , 15^e édition , Dunod , Paris , 2006 , P.P.24,25.

² محفوظ جبار ، البرزخية التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية - دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس - سطيف ، السنة الجامعية 1996/1997 ، ص . 22 .

الفرع الثاني : السوق الثانوية

توافق السوق الثانوية مفهوم سوق الفرص ، فهذه السوق لا تجلب موارد للمؤسسات : إنما تسمح بتسييل الأصول (تحويل الأصول إلى سيولة) التي تم إصدارها في السوق الأولية ، كذلك فهي تتيح للمساهمين التنازل عن أصولهم متى رغبوا في ذلك .

وفي هذا الإطار ، فإن السوق الثانوية هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها وتم تداولها بين المستثمرين¹ ، فمثلا إذا رغب مستثمر الحصول على 100 سهم من أسهم شركة "IBM" من بورصة نيويورك (NYSE) ، فقيمة هذه الأسهم لا تذهب إلى الشركة وإنما إلى بائع هذه الأسهم . وهذا يعني أن التعامل يتم بين المستثمرين ، ولا دخل للشركة في عملية التداول ، والتغير الذي طرأ على إصدار شركة "IBM" هو التغير في حملة الأسهم² .

إن غياب أي سوق سيضطر حاملي الأسهم والسندات إلى انتظار سيولة المؤسسة : وكذا تاريخ استحقاق الدين كي يسترجعوا رؤوس أموالهم ، مما من شأنه أن يشكل حاجزا خطيرا يعيق بشدة السوق الأولية . كذلك فإن السوق الثانوية تعمل على ضمان سيولة السوق الأولية (بمعنى تكون السوق ذات سيولة عندما تتمكن من إشباع أوامر الشراء والبيع التي تعبر عنها)³ .

مما سبق يمكن توضيح أهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية من خلال الجدول التالي :

جدول رقم(1.1) : جدول توضيحي لأهم الفروق بين السوق الأولية والثانوية

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	إصدار القيم المتداولة .	تبادل القيم المتداولة .
المتعاملون	المؤسسات، الدولة، الجمهور، المؤسسات المالية المختصة .	المؤسسات المالية المختصة والجمهور .
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار .	توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية .
طبيعة الإصدارات	سوق الإصدارات الجديدة .	سوق الإصدارات القديمة .
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	الدولة، البنوك، صناديق الادخار، البريد ...	البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء .

المصدر: محفوظ جبار ، مرجع سابق ، ص.25.

² محمد عوض عبد الحواد : مرجع سابق ، ص . 62 .

³ Erwan le Saout , Introduction aux marchés financiers , 2^e édition , Economica , Paris , 2008 , P.130 .

⁴ Jacqueline Delahaye , op.cit , P.25 .

والسوق الثانوية بدورها تنقسم إلى نوعين :

أسواق منظمة : وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية ، وتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة ، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب ، ويجري التعامل في مكان مادي محدد ، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى ، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة ، حجم أصولها ، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.... الخ¹.

أسواق غير منظمة : وهي المعاملات التي تجري خارج البورصات المنظمة ، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية ، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق ، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين ، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة ، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات .

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق :

السوق الثالثة : وهي جزء من السوق غير المنظمة ، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة ، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة ، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها ، وكذا سرعة تنفيذها . كذلك نجد أن هؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة .

السوق الرابعة : هي سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية ، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة².

المطلب الثالث : الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها مصدرا من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسات ، تقوم بإصدارها وحدات اقتصادية لتحصل من خلالها على أرصدة مالية من سوق رأس المال بهدف تمويل استثماراتها .

ويمكن في هذا الصدد أن نميز بين ثلاثة أنواع من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية هي : الأسهم - السندات - المشتقات المالية .

الفرع الأول : الأسهم

تعتبر الأسهم أحد أصناف السلع المتداولة في سوق الأوراق المالية ، والتي تسهم بشكل كبير في تنشيطها . وسيتم التطرق في هذا الفرع إلى تعريف السهم ، خصائصه ، وأنواع الأسهم .

¹ أحمد سعد عبد الطيف ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 1998 ، ص . 7 .

² المرجع السابق ، ص . 11 .

أولاً - تعريف السهم :

السهم عبارة عن ورقة مالية أو أحد الأصول المالية التي تمثل نصيباً في ملكية إحدى الشركات ، ويمثل السهم حقاً في أصول الشركة وإيراداتها . وتتخذ هذه الورقة المالية صورة "شهادة" تثبت الملكية . وهذه الشهادة عبارة عن ورقة مسجل بها القيمة الاسمية للسهم وتاريخ إصداره والشركة المصدرة له¹ .

كما يعرف السهم أيضاً على أنه ورقة مالية تمثل نصيب المساهم في رأس المال بحصة معينة تصدر بقيمة اسمية محددة ومتساوية غير قابلة للتجزئة بين أكثر من شخص قابلة للتداول بالطرق التجارية وتعود على صاحبها بعائد غير محدد² .

من خلال ما سبق ، يمكن القول بأن السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال ، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة ، ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه إزاء الشركة ، وهذه الحصة يمكن أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة .

إلى جانب ذلك ، فإن للسهم ثلاث قيم هي³ : القيمة الاسمية ، القيمة الدفترية ، القيمة السوقية .

القيمة الاسمية : وهي القيمة التي تظهر مسجلة على قسيمة السهم ، وهي أيضاً القيمة التي ظهر بها السهم في أول إصداره ، فهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس والقانون النظامي للشركة ، وقد يحدد القانون مبلغ معين كحد أدنى للقيمة الاسمية .

القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية) : وتمثل قيمة السهم حسب سجلات الشركة ، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية ، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة .

القيمة السوقية : وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوية للأوراق المالية ، فقد تكون أكبر من القيمة الاسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب ، لذا فهي تتميز بالتقلب .

ثانياً - خصائص السهم :

يتصف السهم بعدد من الخصائص تميزه عن الأوراق المالية الأخرى ، والتي من أهمها⁴ :

أ- القابلية للتداول :

إذ توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية ، والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها .

¹ حسن حمدي ، دليلك إلى البورصة والاستثمار ، طبعة أولى : دار الكتاب العربي ، القاهرة ، 2006 ، ص . 38 .

² عصام أحمد البهجي ، الموسوعة القانونية لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية ، طبعة أولى : دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2009 ، ص . 187 .

³ محمود أمين زويل ، بورصة الأوراق المالية : مرفعها من الأسراق - أحوالها ومستقبلها ، دار الرفاء لنديا للطباعة والنشر ، الإسكندرية ، 2000 ، ص . 48 ، 49 .

⁴ محمد مطر ، مرجع سابق ، ص . 78 ، 79 .

وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناء في بعض الأوراق المالية الأخرى ، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة . لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بهدف الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم . ومثال ذلك عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة ثانياً ، أو بعد توزيع نسبة مئوية محددة من أرباحها على المساهمين .

ب- الأسهم متساوية القيمة :

ويعني ذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهماً متساوية القيمة ، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة ، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى . إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد ، مثل سند قيمته الاسمية 100 دينار وآخر قيمته الاسمية 1000 دينار ،...، بينما لا يجوز ذلك في الأسهم .

ج - المسؤولية المحدودة للمساهم :

وتنص قوانين الشركات في هذا الصدد على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة ، وهذا يختلف عن وضعية الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً ، حيث تكون مسؤوليته غير محدودة . بالإضافة إلى الخصائص السابقة ، توجد خصائص أخرى تتمثل في ¹ :

د - عضوية الجمعية العمومية للشركة :

فالمساهم يعتبر عضواً في الجمعية العمومية للشركة ، وله حق التصويت ورقابة أعمال الشركة .

هـ - النصيب في الربح أو الخسارة :

حيث أن نصيب السهم في الربح أو الخسارة يتوقف على ما تحققه الشركة من أرباح أو خسائر .

ثالثاً - أنواع الأسهم :

أ- تقسيم الأسهم حسب طريقة التداول ² :

وتنقسم الأسهم وفق هذه الطريقة إلى أسهم اسمية ، أسهم لحاملها .

1- الأسهم الاسمية : أين يقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم ، على أن يتم نقل تلك الملكية باسم المساهم الجديد في سجلات المساهمين للشركة المصدرة عند تداول هذه الأسهم في البورصة .

2- الأسهم لحاملها : وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد ، وبذلك فهي تشبه إلى حد كبير النقود ، فالشخص الذي يحوّلها هو مالكها .

¹ محمد الصبري ، « بورصات ، طبعة أون : دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .

² جون وايت ، ترجمة : خالد العامري ، الاستثمار في السندات والأسهم : دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2003 ، ص . 72 .

ب- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم :

تنقسم الأسهم وفقاً لطبيعة الحصة المدفوعة من قبل المساهم إلى أنواع عدة نذكر منها¹:

1- الأسهم النقدية : وتمثل حصة نقدية في رأس مال شركة المساهمة ، إذ يدفع المالك قيمتها نقداً ، ولا يصح تداولها سوى بعد بدء الشركة المصدرة لها في النشاط .

2- الأسهم العينية : وتمثل حصة عينية في رأس مال الشركة ، ونصدر الشركة هذا النوع من الأسهم مقابل أصول عينية (عقارات، آلات، بضاعة... الخ) .

كما تخضع لنفس قواعد الأسهم النقدية ، ويجب الوفاء بقيمتها بالكامل عند الاكتتاب ، ولا يمكن تداول الأسهم العينية إلا قبل نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين² .

3- الأسهم الأجنبية : وهي أسهم تقوم إدارة الشركة بتوزيعها على المساهمين (في حالة تحقيق الشركة لأرباح) بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية . وهذه الأسهم تعتبر زيادة في رأس مال الشركة ناتجة عن احتجاز (أو اقتطاع) أجزاء من الأرباح ، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال³ .

ج- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها :

ونميز في هذا الإطار نوعين من الأسهم هما⁴:

1- الأسهم العادية :

يمثل السهم العادي حصة في شركة تعطي لمالكها نصيباً في ملكية الشركة . والجدير بالذكر هنا أن بعض الأدوات مثل : الصفقات الخيارية والسندات القابلة للتحويل والأسهم الممتازة تعطي لمالكها حق الاكتتاب في الأسهم العادية أو حق تحويل أوراق مالية أخرى إلى أسهم عادية . فعندما تصدر الشركة أسهماً عادية ، فإنها تباع جزءاً من ملكيتها ، وللمشتري أو حامل السهم بعض الحقوق ، وعليه بعض الواجبات المحددة لكونه مالكا لجزء من الشركة . كذلك فإن للأسهم العادية قيمة اسمية ، ولكن يتم عادة إصدارها بسعر يزيد عن هذه القيمة . ويمكن الغرض من وراء تحديد قيمة اسمية للأسهم في وضع أساس لدفع الأرباح .

إلى جانب ذلك ، فإن الأسهم العادية تعد مصدر رأس مال دائم للشركة ، ويعود ذلك إلى أنه لا يحق حاملي هذه الأسهم مطالبة الشركة بردها . وبذلك تبقى هذه الأسهم خاضعة للإصدار ، إلا إذا عرضت الشركة على حاملي الأسهم شراءها منهم مرة ثانية ، ووافقوا على ذلك . كما أن حاملي الأسهم يحصلون على حصتهم في الأرباح من الاستثمار في صورة دفعات مستحقة الدفع من الأرباح القابلة للتوزيع . وتعكس قيمة الأسهم توقعات المستثمر بخصوص الأرباح المستقبلية .

¹ صلاح السيد جردة ، بورصة الأوراق المالية علنياً وعلمياً ، طبعة أول ، مطبعة الإشعاع العلمية ، الإسكندرية ، 2000 ، ص . ص ، 159 ، 160 .

² المرجع السابق ، ص . 160 .

³ حسن حمدي ، مرجع سابق ، ص . 41 .

⁴ برايان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية ، طبعة أول : دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 ، ص . ص ، 21 ، 22 .

لذا تتوقف أسعار الأسهم العادية على تقييم السوق لأرباح الشركة المستقبلية ، وعلى سياسة مديري الشركة في توزيع الأرباح .

وزيادة على ذلك ، فإن تداول الأسهم العادية في سوق ثانوية يسمح لحامليها بتحقيق زيادة أو نقص في رؤوس الأموال ببيع الأسهم في هذه السوق بأسعار تزيد أو تقل عن أسعار شرائها¹ .

كما تقدم ، يمكن القول بأن السهم العادي عبارة عن وثيقة ملكية أو صك ملكية ، وتعد شركات الأعمال مصدرا لمخلق الأسهم ، إذ يتكون رأس مال الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية ، يتم تمثيل ملكية هذه الحصص بوثائق ملكية ، حيث يوضح كل صك اسم الشركة صاحبة الإصدار ، نوع السهم ورقمه ، وعدد الأسهم .

في ذات السياق ، فضلا عن الأسهم العادية التقليدية برزت أصناف عديدة من الأسهم العادية المستحقة التي تمثل التوجهات الجديدة لها ، ونستعرضها في الآتي² :

● الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

يكون للشركة الواحدة مجموعة من الأسهم العادية تربط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل ، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواعا أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة . وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم ، إلا أنه خلف نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين .

● الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة :

لا تعتبر التوزيعات التي يتحصل عليها حملة الأسهم العادية من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة ، ولكن خلال الثمانينات تم إصدار تشريع ضريبي في الولايات المتحدة الأمريكية يتيح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في إطار خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة ، ويسمح لها بخخص التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50 % من الفوائد التي تحصل عليها .

● الأسهم العادية المضمونة :

ليس لحامل السهم العادي الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرت هذا السهم في حالة انخفاض قيمته السوقية ، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطي لحاملها

¹ المرجع السابق ، ص . 22 .

² عبد الغفار حنفي ورسمية قريظ : الأسواق والمؤسسات المالية (بوك تجارية : أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار) ، طبعه أولى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 ، ص ص . 265-267 .

الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار .

2- الأسهم الممتازة :

يمثل السهم الممتاز "Preferred stock" مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية ، وقيمة دفترية ، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي ، غير أن القيمة الدفترية تمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة . وعلى الرغم من أنه ليس للسهم تاريخ استحقاق ، إلا أنه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق ، وذلك على نحو مشابه لما سيشار إليه عند تناول المستندات .

فالأسهم الممتازة هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة ، أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية¹ .
ونميز في هذا الشأن عدة أنواع من الأسهم الممتازة هي على النحو التالي² :

• الأسهم الممتازة التراكمية (المجمعة للأرباح) :

الأصل أن عدم توزيع الأرباح في سنة معينة يسقط حقوق المساهمين في الحصول عليها ، غير أن الأسهم الممتازة التراكمية تتميز بعدم سقوط حق حملتها في الأرباح المحققة وغير الموزعة ، بمعنى أن هذه الأرباح تنتقل إلى السنة الموالية ، حيث يتوجب على الشركة توزيع الأرباح المتأخرة والمستحقة للأسهم الممتازة قبل إجراء أي توزيعات على الأسهم العادية .

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح :

تسمح هذه الأسهم لحملتها بالمشاركة مع المساهمين العاديين في الأرباح المتبقية بعد استيفاء نسبة الأسهم الممتازة منها ، أي أنها تتميز بخد أدنى تمثل نسبة مئوية من قيمتها الاسمية ، بالإضافة للحق الذي يمنح لهذا النوع من الأسهم ، وهو مشاركة الأسهم العادية في الأرباح المتبقية ، وهذا عندما تكون معدلات الأرباح الموزعة على الأسهم العادية أكبر من الحد الأدنى المتفق عليه في عقد الشركة ، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة فتستحق سنوياً بنسبة مئوية ثابتة من الأرباح .

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :

وهي الأسهم التي يحق للشركة تحويلها إلى أسهم عادية متى اقتضت الضرورة ، إلا أن هذه العملية يلجأ إليها كل من يريد السيطرة على الشركة عبر تحويل أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية .

¹ محمد عوض عبد الجواد ، مرجع سابق : ص . 99 .

² طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة ، عمان ، 1998 ، ص . ص . 22 ، 23 .

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :

رغم أن الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق ، إلا أنه قد يكون للشركة حتى استدعائها في توقيت لاحق سواء بشرائها من حاملها بقيمة تفوق قيمتها الاسمية أو باستبدالها بأسهم عادية ، وهو ما يدل من جهة على سهولة ومرونة التعامل بهذه الأسهم . أما فيما يخص سعر إعادة الشراء فيكون أعلى من الأسعار التي تتداول بها الأسهم في البورصة أو منحهم إغراءات أخرى مماثلة .

أما بخصوص التوجهات الحديثة للأسهم الممتازة فهي تقتصر على نوعين هما ¹:

✚ الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة :

الأصل في الأسهم الممتازة أنها أوراق مالية ذات عائد ثابت ، أما عن الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة هو إصدار أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة (03) أشهر ، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة ، وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 75 % .

✚ الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت :

يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة (الأسهم الممتازة عموما لا تعطي هذا الحق) ، وذلك كنوع من التعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يملكها عن حد معين .

الفرع الثاني : السندات

تمثل السندات أحد المصادر التمويلية الهامة إضافة إلى الأسهم : حيث تمثل سندات مديونية ذات تكلفة منخفضة تحقق مزايا الرفع المالي إلى جانب أنها ذات مخاطر متدنية .

أولاً- تعريف السند :

يعتبر السند أحد الأوراق المالية ، والتي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ، وهي تمثل صك مديونية يعطي لصاحبه الحق في الحصول على قيمة الفوائد الدورية (سنوية/نصف سنوية) في مواعيدها المحددة سلفا (المدونة على السند) ، بالإضافة إلى الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق . ويجب ملاحظة أن جميع حقوق حملة السندات تمثل حقوقا قانونية ، حيث أنه طالما قد تم تدوينها على السند (شهادة السند) ، فإن الجهة المصدرة لهذا السند لا بد وأن تلتزم بالوفاء بهذه الحقوق ، ولا يجوز مخالفتها ، فمثلا لا يجوز للجهة المصدرة للسند تغيير مواعيد توزيع فوائد السندات أو تغيير تاريخ استحقاق السند . وفي نفس الوقت لا يجوز للمستثمر السعي نحو محاولة تغيير أي بند من البنود المدونة على السند . فما هو مسجل على السند يمثل بنود

¹ جمال فريد مصطفى وعبد الفتاح اسماعيل ، الأسواق والمؤسسات المالية ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 ، ص . 79 . 80 .

عقد الاتفاق القانوني بين الجهة المصدرة للسند وبين المستثمر حامل هذا السند ، والذي يفترض أنه طالما قام بشراء السند ، فإنه قبل بنود هذا العقد¹ .

ثانياً- خصائص السند :

للسند العديد من الخصائص تميزه عن باقي الأوراق المالية الأخرى ، يمكن حصرها فيما يلي² :

أ- السند أداة دين :

يرتب السند لحامه على الشركة المصدرة حق دائية ، في حين يربط السهم لحامله حق ملكية . لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة ، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية .

ب- السند أداة استثمار ثابتة الدخل :

يعد السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل ، لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة ، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة ، وتبعاً لتغير نسبة توزيع الأرباح ، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز .

ج- محدودية الأجل :

يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله ، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار ، هذا على عكس السهم الذي لا يحدد بأجل ، بل يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة . ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل الفائدة (الكوبون) وكذلك سعره السوقي .

د- القابلية للتداول :

يشبه السند السهم في هذه الخاصية ، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم . وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوية . إلى جانب الخصائص المذكورة أعلاه ، تتوفر في السند مواصفات أخرى هي³ :

١- إلزامية تضمين وثيقة الإصدار لكل من اسم المصدر ، عند السندات المصدرة ، الضمانات الممنوحة للحملة (Bondholders) مقابل اكتنائهم في السندات المعنية لطمأنتهم على مدخراتهم ، كما يظهر على هذه الوثيقة سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند ، والذي عادة ما يعادل القيمة الاسمية له .

¹ محمد صالح الخناوي و طارق الشهاوي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2012 ، ص . ص 75 ، 76 .

² محمد مطر ، مرجع سابق ، ص . ص 99 ، 100 .

³ حسين بني هاني ، مرجع سابق ، ص . ص 154 .

تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها ، وذلك كنتيجة لتشجيع المكتتبين ، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار (Prime d'émission) ، كما قد تسدد السندات بعلاوات التسديد (Prime de remboursement) .

الحامل السند الحق في تحصيل مستحقاته قبل المساهمين عند النصفية .

ليس لحاملي السندات الحق في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة ، كما لا يحق لهم حضور جمعيات المساهمين العامة ، باستثناء حضور جمعية حملة السندات والاطلاع على الوثائق المقدمة لها .

ثالثاً- أنواع السندات :

نظراً لتعدد الشروط والبنود التي قد يتضمنها عقد السند ، فقد ظهرت العديد من أنواع السندات لكي تتناسب إما مع الجهة المصدرة للسندات أو المستثمر المحتمل الذي يمكن أن يقتني مثل هذه السندات . ويفضل في هذه الحالة عرض عرض مجموعة من المعايير أو الأسس التي على أساسها يتم تصنيف الأنواع المختلفة من السندات ، وفيما يلي أنواع السندات حسب حملة من التقسيمات¹ :

أ- تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار :

تقسم السندات من منظور الشكل الذي تصدر به إلى :

1- سندات لحاملها (Bearer) :

يكون السند لحامله عندما يصدر حالياً من اسم المستثمر ، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار . وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند تاريخ الاستحقاق .

2- سندات اسمية أو مسجلة (Nominal or registered) :

ويكون السند اسمياً أو مسجلاً متى حمل اسم مالكه ، كما أنه يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة .

ب- تقسيم السندات على أساس الضمان :

تصدر السندات إما مضمونة (Secured) أو غير مضمونة (Unsecured) .

1- السندات المضمونة :

وتكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان ، والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً مثل : الآلات ، المباني ، التجهيزات... الخ ، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته .

¹ محمد مطر ، مرجع سابق : ص 101 - 106 .

2- السندات غير المضمونة :

وفي هذا الإطار ، يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ، ويكون مضمونا فقط بالدين العامة للمدين ، ويطلق على السندات غير المضمونة مصطلح السندات العادية (Debentures) .

ج- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو للإطفاء :

يصدر عقد الإصدار متضمنا حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر ، ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء (Call provision) ، وفي هذا الشأن نميز نوعين من السندات :

1- سندات غير قابلة للاستدعاء (Non callable bonds) :

وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء لأي سبب من الأسباب . والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعاؤها صراحة في عقد الإصدار .

2- سندات قابلة للاستدعاء (Callable bonds) :

وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء ، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء (Call premium) بقصد تشجيع المستثمر على شرائها ، لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالية .

د- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل :

تقسم السندات بشكل عام وفق القابلية للتحويل إلى نوعين هما :

1- سندات غير قابلة للتحويل (Non convertible bonds) :

كما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء ، فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل ، إلا إذا نص على خلاف ذلك ، وتصدر هذه السندات عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل .

2- سندات قابلة للتحويل (Convertible bonds) :

تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد .

هـ- تقسيم السندات من حيث الفوائد الدورية¹ :

تختلف السندات فيما بينها من حيث طريقة دفع الفوائد الدورية ، والتي يستحقها حملة السندات ، فهناك سندات ذات فوائد سنوية وسندات ذات فوائد نصف سنوية وسندات بدون فوائد دورية ، ويطلق عليها سندات مجموعة الفوائد وسندات ذات فوائد متغيرة ، وهناك السندات ذات الخصم .

¹ محمد صالح اخناوي ، 2012 : مرجع سابق ، ص . 79 ، 80 .

1- سندات ذات فوائد نصف سنوية (Semiannual coupon bonds) :

وهي تلك السندات التي تحمل كوبونات نصف سنوية ، حيث يحصل حاملو هذه السندات على عوائدهم بصفة دورية كل ستة أشهر .

2- سندات ذات فوائد سنوية (Annual coupon bonds) :

وهذه السندات تحمل كوبونات سنوية ، حيث أن حاملها يحصل على عوائده بصفة دورية كل سنة .

3- سندات مجمعة الفوائد (Zero coupon bonds) :

وهي تلك السندات التي لا تقدم فوائد تدفع بصفة دورية ، وإنما تقوم بتجميع الفوائد ، ويحصل عليها المستثمر في نهاية عمر السند (تاريخ الاستحقاق) .

4- سندات ذات معدل فائدة متغير (Floating rate bonds) :

لا تحدد الشركة المصدرة في هذه الحالة معدل فائدة ثابت على السند ، وإنما تشترط أن يتغير معدل الفائدة بتغير معدل الفائدة السوقي ، وذلك لكي تحمي نفسها من مخاطر تغير أسعار الفائدة السوقية خصوصاً إذا كانت تتوقع انخفاض سعر الفائدة في المستقبل .

5- السندات ذات الخصم (Municipal bonds) :

هي تلك السندات التي غالباً ما تصدرها الجهات الحكومية وحكومات الولايات المحلية لغرض تمويل عمليات التنمية المحلية ، وتمويل مشروعات البنية الأساسية ، ولكي تشجع المستثمرين على الإقبال عليها فإن الدخل الذي يحصل عليه المستثمر من مثل هذا النوع من السندات يعتبر معفى من الضرائب.

و- تقسيم السندات من حيث الجهة المصدرة¹ :

حيث تختلف السندات باختلاف الجهة التي تقوم بإصدار السند ، فهناك السندات الحكومية وسندات المساهمة والسندات الأجنبية .

1- السندات الحكومية (Treasury bonds) :

وهي السندات التي يتم إصدارها بواسطة الحكومة ، وبالتالي فهي تضمن سدادها وسداد الفوائد المستحقة عليها في آجال استحقاقها ، ويعتبر عائد مثل هذا النوع من السندات هو عائد أقل مخاطرة بالمقارنة بعوائد السندات التي تصدرها الشركات المساهمة .

2- سندات الشركات المساهمة (Corporate bonds) :

وتصدر هذه السندات بواسطة الشركات المساهمة ، حيث يسمح لهذه الشركات بإصدار سندات يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ، وتحدد مدى جودة السند طبقاً لمدى جدية الشركة المصدرة لهذا السند في السداد ، والسمعة الماضية للشركة لها تأثير كبير على جودة السند الذي تصدره .

¹ المرجع السابق ، ص 81 .

3- السندات الأجنبية (Foreign bonds) :

وهذه السندات يتم إصدارها بواسطة الحكومات الأجنبية أو بواسطة الشركات الأجنبية ، ويتم تداولها في السوق المحلية للأوراق المالية إذا كانت مسجلة بهذه السوق ، أو يمكن الحصول عليها من الأسواق العالمية .

الفرع الثالث : المشتقات المالية

تعتبر المشتقات المالية من بين أهم الأدوات المالية التي يلجأ إليها المستثمرون في أسواق المال للتحوط من المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها هذه الأدوات .

أولاً- تعريف المشتقات :

تعرف المشتقات بأنها أدوات مالية مشتقة ، بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها ، وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل العقد . والأصول التي تكون موضوع العقد قد تتضمن أصولاً حقيقية مثل (المنتجات الزراعية ، المعادن ... الخ) أو أصولاً مالية مثل (الأسهم ، السندات ، العملات ، مؤشرات الأسواق ... الخ) .

كما تعتبر المشتقات المالية أدوات خارج الميزانية ، وتشكل مطالبات محتملة (Contingent claims) : ولا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود .

ويتم تداول المشتقات في الأسواق المنظمة (البورصات) ، وكذلك في الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري على المنضدة (Over the counter) التي تتولاها بيوت السمسة المنتشرة في جميع أنحاء العالم ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ، وإنما تتم من خلال شبكة اتصالات قوية التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين والمؤسسات المالية¹ .

ثانياً- تعريف الاستثمار بالمشتقات :

برزت المشتقات المالية كإحدى الأدوات المستحدثة إلى جانب الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات) ، وذلك من أجل تحقيق عدد من الأهداف ، نستعرضها فيما يلي² :

أ- المضاربة (Speculation) :

حيث تمكن المضاربة من جني أرباح عالية عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي ، وذلك من خلال المراهنه على تحركات الأسعار المستقبلية للأوراق المالية التي تتضمن تحقيق مكاسب عالية ، فهناك فرق كبير بين هدف المستثمر أو المضارب باستخدام السوق الفورية ، وبين هدفه باستخدام السوق الآجلة : حيث يستدعي عليه عند شرائه أوراقاً مالية من السوق الفورية الالتزام بدفعات نقدية مبدئية مساوية للقيمة الكلية للأوراق المالية ، بينما شرائه أوراقاً مالية من خلال التعامل بالسوق الآجلة سوف لن يتطلب من المستثمر أو المضارب أي دفعة نقدية ، الأمر الذي يحقق له درجة عالية من مزايا الرفع المالي مقارنة بالأسواق الفورية .

¹ مؤيد عبد الرحمن النوري وسعيد جمعة عقل ، إدارة المشتقات المالية ، طبعة أولى ، براء للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2012 ، ص . ص 27 ، 28 .

² المرجع السابق ، ص . ص 31 ، 32 .

ب- التحوط (Hedging) :

ويكون ضد احتمالات التذبذب في أسعار الأوراق المالية التي قد تنشأ نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف وغيرها ، إذ يستخدم المستثمرون المشتقات المالية عندما يكونون في وضع يواجهون فيه مخاطر مرتبطة بسعر أصل معين من أجل الحد من تلك المخاطر . لكن مع ذلك هناك مخاطر عالية قد تنشأ نتيجة الاستثمار في أدوات المشتقات في ظل حالات عدم التأكد فيما يخص أسعار الأوراق المالية لكونها عقوداً مالية يجري تنفيذها في المستقبل وليس في الحاضر .

ثالثاً- أنواع عقود المشتقات المالية :

هناك العديد من أنواع عقود المشتقات يختص كل نوع منها بأداء مهمة معينة في سوق الأوراق المالية ، ونميز في هذا الشأن الأصناف الآتية :

أ- عقود الخيارات (Options) :

الخيار هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار، والآخر بائع الخيار (محرر الخيار) . ويمتضى هذا العقد يكون لمشتري الخيار الحق في الشراء أو البيع إذا ما رغب من (إلى) بائع الخيار أصلاً معينا بتاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة زمنية معينة وبسعر محدد مسبقاً عند التعاقد ، وذلك مقابل قيام مشتري الخيار بدفع علاوة أو مكافأة معينة لبائع الخيار (محرر الخيار) عند التعاقد . وتنقسم الخيارات إلى نوعين¹ :

1- خيار الشراء (Call option) :

وهذا الخيار يعطي مشتري خيار الشراء الحق وليس الالتزام بشراء الأصل محل العقد إذا ما رغب من محرر الخيار خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد مسبقاً عند التعاقد .

2- خيار البيع (Put option) :

وهذا الخيار يعطي مشتري خيار البيع الحق وليس الالتزام ببيع الأصل محل العقد إذا ما رغب إلى بائع الخيار (محرر الخيار) في خلال فترة تنتهي في تاريخ معين وبسعر محدد عند التعاقد .

ب- العقود الآجلة (Forward contracts) :

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين أحدهما المشتري والآخر البائع قصد شراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد ، ويلتزم فيها البائع بأن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل ، وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد . والعقود الآجلة هي عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها ، كما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية التي قد لا تلائم غيرهما ، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة فقط .

¹ المرجع السابق : ص . 29 ، ص . 30 .

ج- العقود المستقبلية (Futurs contracts) :

يمكن تعريف عقد المستقبلية بأنه اتفاق على شراء أو بيع كميات من أدوات مالية (مؤشر بورصة ، عملات ...) لتاريخ محدد في المستقبل ، ويسعر متفق عليه اليوم بين المتعاملين في سوق رأس المال .

وتنقسم هذه العقود إلى ثلاث مجموعات :

- عقود مستقبلية لأسعار الفوائد .
- عقود مستقبلية لمؤشرات البورصة .
- عقود مستقبلية لل عملات .

وتعد عقود المستقبلية المالية (Financial futurs) ونيدة الأسواق الآجلة في مجال الأدوات المالية (على عكس عقود البضائع) ، وتهدف إلى حماية المستثمرين ضد التقلبات في الأسعار¹ .

د- عقود المبادلة :

نعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ (Forward contracts) ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية ، ربع سنوية ، نصف سنوية) ، وهذا العقد منظم لطرفي العقد على عكس الحال بالنسبة لعقود الاختيار (Options) ، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية ، إلى جانب ذلك فإن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الشأن بالنسبة للعقود لاحقة التنفيذ² .

المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية وتخصيص الاستثمارات

لكي يتسنى للمستثمر في سوق الأوراق المالية اتخاذ القرار المناسب فيما يتعلق بالتخصيص السليم لاستثماراته والتوجيه الأمثل لها ، يقتضي الأمر توفر الكفاءة اللازمة على مستوى السوق المعنية من أجل بلوغ الأهداف التي يصبو إليها .

المطلب الأول : ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

أضحى قيام سوق الأوراق المالية في ظل اتساع دائرة النشاط الاقتصادي ضرورة قصوى : إذ يسعى المستثمرون جاهدتين لتعظيم أرباحهم ومكاسبهم من خلال التداولات الجارية في هذه السوق ، مما يستدعي توفر المعلومات اللازمة بخصوص الأصول المالية محل التداول لكي تتسم هذه السوق بالكفاءة .

الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها : " السوق التي تعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها ، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبشئها وسائل الإعلام ، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية ، أو في تحليلات أو تقارير عن

¹ رومية قرياقص ، مرجع سابق ، ص . 67 . 68 .

² محمد صالح الخنواوي ، 2012 ، مرجع سابق ، ص . 315 .

آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة ، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم ، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر¹.

كما يعبر عن الكفاءة بأنها السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة ، وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات ، حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي الطلب والعرض لهذه الأسعار².

الفرع الثاني : خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ، يمكن استنباط عدد من الخصائص التي تتسم بها السوق الكفوءة وهي³:

✚ ينصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة ، مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم ؛

✚ المعلومات متاحة للجميع من مقرضين ، مستثمرين ، إدارة ، جهات حكومية ، مراقبي حسابات ، دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة ؛

✚ حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أية قيود ضريبية ، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول ؛

✚ وجود عدد كبير من المتعاملين ، مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق ؛

✚ في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون ، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط . وتتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية . وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في :

✓ إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالية ، وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدرا كاف من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة ؛

✓ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها .

¹ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 ، ص . 38 .

² هوشيار معروف ، مرجع سابق ، ص . 73 .

³ صالح مفتاح ومعدني فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية : دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها : مجلة الباحث : جامعة بكرة ، العدد 07 ، 2010/2009 ، ص . 182 .

الفرع الثالث : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من جانب السرعة ، وكذلك من حيث عدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها . كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يمكن من توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ، ويقتضي تحقيق الكفاءة من هذا المنظور تحقق ما يلي :

أولاً- كفاءة التسعير :

ويطلق عليها الكفاءة الخارجية ، وفي هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق ، وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب ، كما لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية كون الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظراً لحصولهم على نفس المعلومات في ذات الوقت ، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع والشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم ، فلا يمكن القول إذن بأن ذلك يتناقض مع كفاءة السوق ¹ .

ثانياً- كفاءة التشغيل :

وتسمى كذلك الكفاءة الداخلية ، ويمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض والطلب دون تكبد المتعاملين تكاليف تعامل عالية ، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل . أما عن التعاملات وكذا الضرائب فهي تلعب دوراً هاماً في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق ، فكلاهما قد يقف عائقاً أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص .

وتجدر الإشارة إلى أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة وبيوت الخبرة وصناع السوق من شأنه أن يخلق جواً من التنافس بينهم في السوق ، مما يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات ، كما يؤدي بنتائج التحليل والأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة ، وتعني آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق ² .

ثالثاً- الكفاءة التخصيصية :

تتمثل الكفاءة التخصيصية في مدى القدرة على توجيه الموارد الاقتصادية نحو الاستخدامات البديلة ، مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن . ويرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق تخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية المتاحة ، بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيلاً بالنسبة للمجتمع ، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات . وفي هذا الشأن يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر . فالدور المباشر يتمثل في إقدام المستثمرين على شراء أسهم شركة ما ، فهم

¹ محمود محمد المانقر ، مرجع سابق ، ص 287 .

² عصام حسن ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، طبعة أولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 ، ص 33 . 34 .

بالتالي يشترط عوائد مستقبلية ، والمتوقع الحصول عليها من قبل هذه الشركة ، أما الدور غير المباشر فيمكن في قيام المستثمرين بالتعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة¹.

المطلب الثاني : الصيغ المختلفة للسوق المالية الكفوة

تم تقسيم فرضية السوق الكفوة إلى ثلاث صيغ : تبين كل صيغة استنادا إلى مدى توافر المعلومات والبيانات الواردة إلى المستثمرين ، وكذا التكلفة التي تسدد مقابل حصولهم على هذه المعلومات .

الفرع الأول : الصيغة الضعيفة

تشتمل هذه الصيغة للفرضية إطارا مفاده أن أسعار الأصول الرأسمالية اجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية) ، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات ، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق ، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر ؛ لذلك فلا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادر على تحقيق عائد استثنائي طالما أن مستوى المخاطر جرى تحديده للجميع استنادا إلى المعلومات التاريخية².

لذلك فإن هذا الشكل من كفاءة السوق يعتبر أن محاولة المستثمرين التوقع بمستقبل الأسعار بناء على دراسة وتحليل المعلومات التاريخية عن حركة الأسعار أمر غير مجدي ، فهذه الفرضية ترفض رفضا تاما البناء النظري الذي يقوم عليه التحليل الفني (وهو أحد أساليب تقييم الأسهم يقوم على أساس التوقع بمستقبل حركة الأسعار بناء على المعطيات الماضية لها عن طريق استنتاج نمط أو اتجاه هذه الحركة) . ويعرف الشكل الضعيف لكفاءة السوق بنظرية الحركة العشوائية ، لأن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تمام الاستقلال عن سعره في الماضي ، وبعبارة أخرى أن التغيرات السعرية المستقبلية مستقلة عن بعضها البعض ، ولا يوجد بينها أي ترابط³.

الفرع الثاني : الصيغة شبه القوية

وتتضمن هذه الصيغة للفرضية التي مفادها أن الأسعار الجارية للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى تعكس المعلومات المتاحة كلها ، والتي تؤثر بتقوم (تسعير) هذه الأصول متمثلة بالظروف الاقتصادية والمالية ومعلومات تاريخية وحالية عن أسعار وحجم التبادل ومستويات الائتمان في الاقتصاد وحجم الإصدار ، ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية . لذلك فإن المستثمرين والبائعين يستخدمون المتاح من معلومات للتقوم ، ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة⁴.

¹ عبد الرحمن بن عوز ، دور الوساطة المالية في تشييد سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم السيرة ، جامعة منتوري البوخلال ، السنة الجامعية 2011/2012 ، ص : 56 .

² محمود محمد الدامر ، مرجع سابق ، ص : 284 .

³ منير إبراهيم هندي ، 1999 ، مرجع سابق ، ص : 503 .

⁴ محمود محمد الدامر ، مرجع سابق ، ص : 285 .

الفرع الثالث : الصيغة القوية

وهي صيغة للفرضية تبين سعرا جاريا للأصل المالي يعكس المعلومات العامة (الشائعة) والخاصة جميعا التي تستخدم في تحديد قيمة الأصول في البورصة . لذلك فإن المعلومات المتوفرة في ظل هذه الفرضية للسوق الكفوء تشمل معلومات المحضين (المدراء التنفيذيون ، بعض الصحفيين ، حاملو الأسهم الرئيسيون ...) ، ويثير وجود المحضين الكثير من التساؤلات حول شرعية وعدم شرعية تعاملات هؤلاء في البورصة ، وبالتالي فالسعر عندما يعكس جميع المعلومات ، فسوف لا يكون بالإمكان تحقيق انحراف عن القيمة الحقيقية¹ .

المطلب الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات

لم تكن الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية بإمكانها إشباع الحاجات التمويلية المتنوعة للمشاريع الاستثمارية لو لم تتوفر سوق خاصة برؤوس الأموال يتم على مستواها تداول تلك الأصول . وإذا كان لأسواق الأوراق المالية أهميتها في هذا الجانب ، فإن الوظيفة الحيوية التي تؤديها الأصول المالية في الاقتصاد قد أضفت مزيدا من الأهمية على تلك الأسواق . كما أن اقتضاء وجود الأصول المالية يعود أساسا إلى أن مدخرات الأعوان الاقتصاديين تتكون في فترة زمنية ليست من الضروري أن تكون نفسها الفترة التي يخطط فيها هؤلاء الأعوان لاستثمار مدخراتهم في أصول حقيقية. فإذا كانت المدخرات لكل وحدة اقتصادية تعادل حجم الاستثمار في أصولها الحقيقية في جميع الفترات لانعدمت حاجة المدخرين والمستثمرين إلى أصول مالية وأسواق رأس المال ، كون أي وحدة اقتصادية كانت قادرة على تمويل احتياجاتها واستثماراتها بالاعتماد على إيراداتها الخالية من دون اللجوء إلى التمويل الخارجي .

وفي جانب تخصيص الموارد : فإن الموارد المالية تتميز بانتدرة الكبيرة وعدم الكفاية لدى الشروع في اتخاذ أغلب القرارات ، مما من شأنه أن يشكل منعطفا حرجا عند تخطيط تلك الموارد وتخصيصها بطريقة مثلى . ولعل أكثر حالات اتخاذ القرار التي تعكس الوضعية الحرجة هي تلك التي تخص تحليل وتقييم الفرص الاستثمارية التي تبرز في وجود مجموعة من المشاريع المتنافسة على مورد معين ، مما يدفع متخذ القرار إلى انتهاز أساليب علمية تتميز بالموضوعية من أجل تخصيص الموارد المذكورة وفق معايير كمية ، وليس بناء على التقديرات الشخصية التي قد تتأثر بالتوجيه المعرض أو نقص الخبرة أو كليهما .

ويعني تخصيص الموارد المالية (Ressources allocation) في النظام الاقتصادي ، توجيه الأصول أو رؤوس الأموال نحو المشاريع الاستثمارية ذات المردود الأكبر والتكلفة الأدنى ضمن قيد المخاطرة المنسقة مع حجم العائد . وفي هذا الإطار ، تؤدي السوق في النظام الاقتصادي مهمة تخصيص وتوجيه الموارد المتاحة نحو المشاريع الاستثمارية ذات الجدوى الاقتصادية اعتمادا على جهاز السعر في السوق ، إذ تقوم هذه الأخيرة وغير التغير المستمر في الأسعار واستنادا إلى مجموعة المعلومات المتدفقة إلى السوق بإحداث التوازن بين قوى العرض

¹ المرجع السابق ، ص . 285 .

والطلب ، مما يسمح بالتحديد الدقيق لكمية الموارد والسلع والخدمات اللازم إنتاجها ومبادلتها بين الأعوان الاقتصاديين في كل فترة زمنية ، أي أن الأسعار تضبط عملية تبادل التدفقات السلعية والتدفقات النقدية وكذا المالية بين سوق الناتج وسوق العوامل¹.

في ذات السياق ، يفرض التغير المستمر في أسعار الأوراق المالية في السوق في ظل التدفق الآني للمعلومات من جانبي العرض والطلب إلى تخصيص وتوجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات الكفوء بما يمكن من تخصيص الفعال للموارد .

إن انتعاش أسعار الأوراق المالية في قطاع معين ، سيجعل من هذا الأخير عاملاً محفزاً على دخول شركات جديدة ، ويؤدي ذلك إلى زيادة المعروض من هذا النشاط تنتج الموارد تبعاً لذلك نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة .

وفي ظل قدرة السوق الكفوء على توفير المعلومات الدقيقة عن مختلف الوضعيات المالية والإدارية للشركات المقيدة في البورصة ، وكذا القطاع الذي تنتسب إليه هذه الشركات ، فإن ذلك سيسمح بالتقييم الحقيقي للسعر الذي يجب أن تباع به الورقة المصدرة ، مما يمنح ثقة أكبر في هذه الورقة (أو الشركة المصدرة) بصورة تسهم في تسويقها بسهولة وبسرعة دون أن تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات حادة من صفقة إلى أخرى .

في نفس الإطار ، تؤدي حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية وظيفة تخصيصية للموارد بطريقة غير مباشرة عبر دورها التوجيهي للاستثمارات استناداً إلى جودة المعلومات وتدفقها . وتعمل كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية على تخصيص الموارد المالية من خلال دورين أساسيين : دور أمامي (مستقبلي) ، ودور خلفي . فالدور الأمامي للسعر يعني سعي المتعاملين في السوق من أجل حيازة المعلومات المتعلقة بالأرباح المتوقعة مستقبلاً من الفرص الاستثمارية الجارية .

أما الدور الخلفي لسعر فيتمثل في الاعتماد على تقييم القرارات الاستثمارية السابقة من خلال دراسة منحى تغير السعر في الماضي ، مما يسمح بتقديم مؤشر جيد على مدى جودة وكفاءة القرارات الاستثمارية ، وبالتالي التمكن من اتخاذ القرار الاستثماري حاضراً ومستقبلاً .

وعليه ، يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية تؤدي دوراً متميزاً وبالغ الأهمية في إنتاج المعلومات وترشيد القرارات الاستثمارية ، ويتوقف اتخاذ القرار الاستثماري على المعلومات المتدفقة من لحظة إلى أخرى ، ففي حالة اتجاه السعر نحو الانخفاض بناءً على ورود معلومات غير سارة ، يكون لدى المسيرين حافز ضعيف للاستثمار ، عكس ما هو عليه الحال عند ارتفاع السعر تزامناً مع ورود معلومات سارة (يفرض أن السوق كفوء) ، فسيعمد المسيريون والمتعاملون في هذه الوضعية إلى توسيع استثماراتهم للظفر بمكاسب ناتجة عن

¹ رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات : دراسة حالة سوق الأسهم السعودية ، رسالة ماجستير تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلمون السببر ، جامعة بانه ، السنة الجامعية 2006/2007 ، ص ص 157-160 .

ارتفاع السعر . وتتضمن الكفاءة العالية لتخصيص الموارد المالية ضرورة توافر كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل ، إضافة إلى عنصرى عدالة السوق والأمان .

خلاصة الفصل :

لقد خصصنا هذا الفصل لبحث الإطار النظري لسوق الأوراق المالية ، لاسيما ما يتعلق بمفهومها، وظائفها، تقسيماتها، وكذا الأدوات المتداولة فيها ، بالإضافة إلى تعرضنا لكفاءة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بتخصيص الاستثمارات ، إذ يتمثل الغرض الأساسي من البحث في مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية هو قياس أثر هذا التطور على قدرة السوق على توجيه الموارد المالية المتاحة بكفاءة عالية نحو المشاريع الاستثمارية ذات المردودية العالية والمخاطر المعقولة ، وبالتالي إتاحة المعلومات اللازمة التي تعكس بصدق الوضعية التي ستؤول إليها أسعار الأوراق المالية ، مما من شأنه أن يساعد المستثمر في اتخاذ قرار يتماشى مع هذا التغير .

الفصل الثاني

تمهيد :

من خلال هذا الفصل سنقوم بإبراز علاقة التحليل الأساسي بالقرار الاستثماري الرشيد ، وهو جوهر دراستنا ، حيث سنعمد في البداية إلى بحث الإطار النظري لمدخل تحليل الأوراق المالية (التحليل الأساسي والتحليل الفني) ، ثم نعرض لنتناول بالتفصيل التحليل الأساسي بما يتضمن من خطوات هامة تستهدف دراسة وتحليل الظروف الاقتصادية وكذا تحليل ظروف القطاع ومن ثم ظروف الشركة . وعلاوة على ذلك، سنحاول تخصيص قسم هام من هذا الفصل للتعرف على أهم النسب المالية التي يمكن من خلالها الوقوف على المركز المالي الحقيقي للشركة في تحليل الملاءة المالية للشركة المراد الاستثمار في أسهمها . ومن ثم ضبط وتوجيه القرار الاستثماري بما يتناسب وأهداف المستثمر المسطرة من مستثمر رشيد ومستثمر متحفظ إلى مستثمر مضارب .

المبحث الأول : الإطار النظري لمدخل تحليل الأوراق المالية

يستخدم المستثمرون أكثر من طريقة لتحليل وتقييم عمليات الاستثمار في الأوراق المالية ، وفي هذا الشأن فإنه بخلاف الاختيار العشوائي ، يوجد مدخلان هما المدخل الأساسي والمدخل الفني .

المطلب الأول : التحليل الأساسي

يستخدم التحليل الأساسي الأسلوب التقليدي لتحليل الأوراق المالية، وهو يكتسي أهمية بالغة في رسم معالم القرار الاستثماري المناسب الذي من شأنه أن يضفي كفاءة أكبر للتعامل في سوق الأوراق المالية .

الفرع الأول : مقدمة عن التحليل الأساسي

يستند المدخل الأساسي إلى الظروف الاقتصادية كالتنوع الاقتصادي والظروف المالية مثل مستوى ومنحى التغيرات في أسعار الفائدة ، ويتطرق كذلك إلى سبل البحث في مدى قدرة الشركة على تحصيل المكاسب وتحقيق الربحية وإمكانات النمو ومصادر التمويل المتاحة أمامها ، وفي هذا الصدد يجري المحللون الماليون مقارنة بين شركات الصناعة الواحدة من أجل التعرف على الشركات التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانات نمو قوية ، فيكون حل التركيز والاهتمام في هذا المدخل ينصب على جانب الأداء الاقتصادي للشركة وإمكانية تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها ، وتعد النسب والبيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الرئيسية لمدخل الأساسي¹.

وعليه ، فإن التحليل الأساسي يقوم به الأساسيون (Fundamentalists) ، ويعتمد على تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بغرض التنبؤ بما ستؤول إليه الأوضاع الاقتصادية والمالية للدولة ككل ، ثم الصناعة التي تنتمي إليها الشركة ، وبعد ذلك ربحية الشركة ذاتها . إلى جانب هذا بالإمكان التعرف على حجم المخاطر المرتبطة بهذه الربحية .

كما تعتبر المعلومات الاقتصادية والمالية هي الأساس الذي يستخدم في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره الشركة ، وهو الذي يعتمد عليه في اتخاذ القرار بخصوص شراء أو بيع هذا السهم في المستقبل².

إن تطبيق مثل هذا النوع من التحليل يمكن أن يساعد المستثمر في مقارنة القيمة السوقية (Market value) للسهم مع القيمة الحقيقية (Intrinsic value) ، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الحقيقية ، فهذا يعني أن السهم مسعر بأعلى من قيمته (Overpriced) ، وبالتالي فإن المستثمر سوف لا يقبل على شراء ذلك السهم ، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الحقيقية ، فهذا يعني أن السهم مسعر بأقل من قيمته (Underpriced)، وبالتالي فإن المستثمر سوف يتجه نحو شراء ذلك السهم³.

¹ طارقي عبد العال حماد ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 ، ص . 4 .

² محمد صالح الجداوي ، 2012 ، مرجع سابق ، ص . 105 .

³ مؤيد عبد الرحمن النجدي ، 2010 ، مرجع سابق ، ص . 153 .

زيادة على ذلك : فإن التحليل الأساسي في الأصل يخص أسواق الأسهم (Les marchés des actions) ، كما أنه يتعلق بشكل غير مباشر بسوق الخيارات على الأسهم ، كون هذه الأخيرة تشكل مصدر هذه الخيارات (أوراق مالية مشتقة) . والتحليل الأساسي يفيد في تحليل كافة المعلومات الاقتصادية والمحاسبية وكذلك المالية ، وخاصة بالمؤسسات المقيدة بشكل يسمح بتحديد قيمتها¹.

الفرع الثاني : التدرج المنطقي للتحليل الأساسي

تؤثر العديد من العوامل الموضوعية على أسعار الأوراق المالية مثل المعلومات المتعلقة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعات المختلفة ثم الظروف المتعلقة بالشركات ذاتها ، ولكل نوع من هذه المعلومات التحليل الخاص به الذي يمكن من خلاله التنبؤ بالتحركات في أسعار الأوراق المالية لصناعات معينة ، وللشركات داخل هذه الصناعات .

ويتدرج التحليل الأساسي منطقيا من العموميات للخصوصيات : إذ يبحث المحلل فيما يلي :

❖ البيئة الاقتصادية للاستدلال على الاتجاه المستقبلي لأسعار الأوراق المالية ، فمثلا يعد ارتفاع أسعار الفائدة وزيادة التضخم دلالة على أن أسعار الأوراق المالية قد تشهد انخفاضاً .

❖ ظروف الصناعة : ويرجع فحص ظروف الصناعة إلى أن الصناعات تبدي ردود أفعال مختلفة تجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية ، ويميل الطلب على السلع مرتفعة الثمن كالسيارات والأجهزة المنزلية والعقارات للاستجابة بصورة كبيرة للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي ، في حين أن الطلب على المنتجات الأخرى (الضروريات مثلا) يكون أقل استجابة للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي .

دراسة ظروف المؤسسة : حيث ما ينطبق على الصناعة والاقتصاد بوجه عام قد لا يطبق على شركات بعينها ، فبعض الشركات يكون أداؤها سيئا حتى في فترات الازدهار الاقتصادي و العكس صحيح أيضا ، حيث أن بعض الشركات تزدهر في فترات الركود الاقتصادي ، وهذه الأوراق المالية قد تكون فرصة جيدة حتى لو بدى أن السوق كله سوف يتراجع.

وقد يكون من الصعب تبرير شراء أوراق مالية عندما يكون أداء الاقتصاد أو الصناعة سيئا، ومع ذلك فإن بعض المحللين يعتقدون أن هذا هو أفضل وقت لشراء الأوراق المالية ، حيث أن اندفاع الكثير من المستثمرين لبيع أوراقهم المالية قد يفضي إلى انخفاض أسعار شراء الأوراق المالية ، وبالتالي يمكن شراؤها بسعر بخس ، غير أن العمل في الاتجاه المضاد لإجماع معين بشأن استراتيجية الاستثمار ليس بالأمر السهل ، وينبغي التفكير فقط في مدى صعوبة الإقدام على شراء أوراق مالية لمستثمر في السوق الأمريكي في الوقت الذي سجل فيه مؤشر داو جونز هبوطا قدره 500 نقطة في يوم واحد في أكتوبر 1987 .

¹ Philippe Gillet , L'efficience des marchés financiers , 2^e édition , Economica , Paris , 2006 , P.46 .

ويتبع معظم المحللين الماليين المنطق العام لتحليل الأساسي القائم على دراسة الاقتصاد والصناعة وأداء الشركة ووضعها في نطاق الصناعة ، وهم يستخدمون التحليل للمساعدة في التعرف على ما يعتقدون بأنه الاتجاه العام للسوق والأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية¹.

تجدر الإشارة إلى وجود مدخل للتحليل من أسفل إلى أعلى (Down-Top Approach) ، ويطلق عليه التحليل من المستوى الجزئي إلى المستوى الكلي ، حيث يتم في البداية تحليل ظروف الشركة الفردية التي يقع عليها اختيار المستثمر ثم تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه ، وبعد ذلك تحليل الاقتصاد الكلي . ومن خلال هذا المدخل (من أسفل إلى أعلى) نستطيع اختيار الشركة المناسبة بشكل مباشر ، ثم تكوين الخلفية المناسبة عن هذه الشركة وعن الصناعة التي تنتمي إليها ، ثم عن الاقتصاد القومي الذي سوف تعمل فيه هذه الشركة . ولكن لا بد من تكرار هذه العملية أكثر من مرة لكي نصل إلى الشركة المناسبة ، مما يرفع من تكلفة عملية التحليل .

ويعتبر مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل (Top-Down Approach) أفضل المدخل كونه يرشدنا مباشرة إلى القطاع الصناعي الواعد الذي يمكن الاستثمار فيه ، وبعدئذ تصبح عملية البحث عن الشركة داخل هذا القطاع عملية سهلة ، وذلك بدلا من البحث في كل القطاعات . ولكن هناك انتقاد لهذا المدخل ، فالبعض يعتبر مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى هو الأفضل لأن القطاع الصناعي يمكن أن يكون غير واعد ، ولكن هناك شركة داخل هذا القطاع تعتبر واعدة ، لذا قد يتم رفض القطاع بالكامل مع أن هناك فرصة داخل هذا القطاع ، بينما يشير الواقع العملي إلى أن كل منهما يعد مكملًا للآخر ، فعندما يتم تحليل الظروف الاقتصادية أو ظروف الصناعة يتم تحليل ظروف الشركة ، وعندما يتم تحليل ظروف الشركة ، يجري في ذات الوقت تحليل ظروف الصناعة والظروف الاقتصادية ، ولكن يتم انتهاز مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل باعتباره أفضل المدخل².

المطلب الثاني : التحليل الفني

يركز هذا النوع من التحليل على التعرف المبكر على المنحى الخاص بأسعار الأسهم ، وكذا الوقوف على أي تغيير يطرأ عليه بالصورة التي تساعد المستثمر في اتخاذ القرار المتعلق بالبيع أو الشراء في الوقت المناسب .

الفرع الأول : مفهوم التحليل الفني

يعرف التحليل الفني على أنه : " دراسة حركة السوق ، وليس السلع أو البضائع المتداولة به ، وهو علم رصد وتسجيل - عادة في شكل بياني - جميع المعلومات الخاصة بالتداول (السعر، حجم التداول، تاريخ التداول... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم ، ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة " .

¹ طارق عبد الغفار حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2007 ، ص . ص . 45 ، 46 .

² محمد صالح الخناوي ، 2012 ، مرجع سابق ، ص . ص . 105 ، 106 .

أما من جانب آخر فيعرف على أن : " سوق الأوراق المالية تتحرك في اتجاهات معينة تتحدد وفق تغير 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 " .
فالتحليل الفني من ناحية هو علم ومن ناحية أخرى فن ، إذ أن الحدس والحكم الجيد للمحلل الفني يلعبان غالباً دوراً حاسماً في صحة التوقعات وفي القدرة على رسم استراتيجيات التداول الناجحة على المدى الطويل .
وحجم التداول أيضاً له حصة مهمة في الدراسات التحليلية ، فمن الطبيعي أن تختلف النظرة ، وألا يتساوى تقييمنا لحركة الأسعار عندما يتباين حجم التداول بسعر ما . فحجم التداول يكشف عن مدى قوة أو ضعف الاتجاه ، وهو يظهر مدى حماس المتداولين للاتجاه أو لحركة أو مستوى سعري معين . وتعد الرسوم البيانية أداة العمل الرئيسية للمحلل الفني ، وهي كثيرة ومتنوعة¹ .

الفرع الثاني : مبادئ وافتراضات التحليل الفني

يرتكز التحليل الفني على ثلاثة مبادئ جوهرية هي : السوق يأخذ الكل في الاعتبار ، الأسعار تتبع الاتجاهات ، التاريخ يعيد نفسه ، والتي نستعرضها على النحو التالي :

أولاً - السوق يأخذ الكل في الاعتبار (Le marché prend tout en compte) :

وهذه النقطة هي بالتأكيد تمثل أهم المبادئ نظراً لتقدمها نبراً مناسباً عن حقيقة التحليل الفني الذي يركز فقط على بيانات ومعطيات السوق ، وليس على العوامل الأساسية مثل البيانات والإحصائيات الاقتصادية أو نتائج الشركات . وعليه فإنه إذا اشتمل سعر أصل أساسي في كل لحظة وعلى الفور جميع المعلومات المتاحة في السوق ، ومن ثم فليست هناك حاجة أو ضرورة للتركيز والاهتمام بالبيانات الأساسية .

ثانياً - الأسعار تتبع الاتجاهات (Les cours suivent des tendances) :

من خلال ملاحظة الجداول التاريخية للأسعار، يتمكن المحلل الفني من معرفة بأن السوق يتبع مجموعة من الاتجاهات. فدراسة منحني سوق الأوراق المالية تسمح بإبراز مراحل صعود وكذا مراحل هبوط على مدى فترات تتراوح من بضعة دقائق إلى عدة سنوات.

وعليه فإن الغرض من استخدام التحليل الفني هو معرفة اتجاه حركة سعر السهم التي تكون إما نحو الارتفاع "Bullish" ، وإما نحو الانخفاض "Bearish" وإما حيادية "Neutral" ، والاتجاه العام لحركة السعر الحالي مستمر حتى تظهر أي إشارة تفي بعكس ذلك .

¹ عبد الحميد المهيمللي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، طعة خامسة ، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 ، ص . 47 . ص . 48 .

ثالثا - التاريخ يعيد نفسه (L'histoire se répète) :

فالمستقبل ما هو إلا تكرار للماضي ، ويمكن التأكد من ذلك بمجرد ملاحظة بيان سعر سهم أي مؤسسة ، وذلك على مدار السنوات المنصرمة ، فنلاحظ أن هناك دورات باتجاه الارتفاع تليها دورات باتجاه الانخفاض ، ثم يتكرر النموذج عادة مرات ، وتكمن الصعوبة هنا في ضبط توقيت بداية هذه الدورات ، وفي هذه النقطة بالذات يبرز الدور الفعلي للتحليل الفني¹.

إلى جانب المبادئ التي تم التطرق إليها ، هناك عدد من الفروض يقوم عليها التحليل الفني ، والتي وردت في دراسة شاملة أجراها "روبرن ليفي" عام 1966 وهي²:

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب ؛
- العرض والطلب تحكمه عوامل عديدة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي ، ومن بينها أيضا ما يتعدى عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين والتخمين وغيرها ؛
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث لأسعار من وقت لآخر ، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وذلك لفترة قصيرة من الوقت ؛
- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يعود أساسا إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب ، وأن التغير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه من خلال دراسة ما يحدث داخل السوق نفسها .

الفرع الثالث : أدوات التحليل الفني

هناك العديد من الأدوات التي تستعمل في التحليل الفني للتنبؤ بحركة الأسعار، إلا أننا سنهتم بالأساليب الأكثر شيوعا والموضحة كما يلي :

أولا - استراتيجية المصفاة (Stratégie de filtre) :

و هي أداة مفادها أنه في حالة غياب معلومات جديدة فإن السعر يتقلب حول السعر التوازني عكس ما هو عليه في حالة ما إذا وردت معلومة هامة في السوق والتي قد تحدث تغيرا في السعر التوازني إما بالزيادة أو الانخفاض ، وعليه يتخذ المستثمر قراره بالشراء في حالة انخفاض السعر و البيع في حالة ارتفاعه، إلا أن ما يؤخذ على هذه الطريقة هو كيف يتم تحديد عرض المصفاة: أي بعبارة أخرى ما هو الحد الذي يسمح بتقلب

¹ عماد الدين شرابي ، انحاء قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني ، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة متنوري-فلسطين، السنة الجامعية 2010/2011 ، ص . 46 .

² عمر الدين بن شرشار ، دراسة اقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في الورصة : دراسة حالة سوق الأسهم السعودي ، رسالة ماجستير تخصص تحليل واستشراف اقتصادي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة متنوري-فلسطين ، السنة الجامعية 2010/2011 ، ص . 66 .

السعر حول السعر التوازني ، لأنه كلما زاد عرض المصفاة كانت عمليات الشراء أو البيع قليلة و متأخرة¹ ، وذلك كما هو موضح في الشكل التالي:



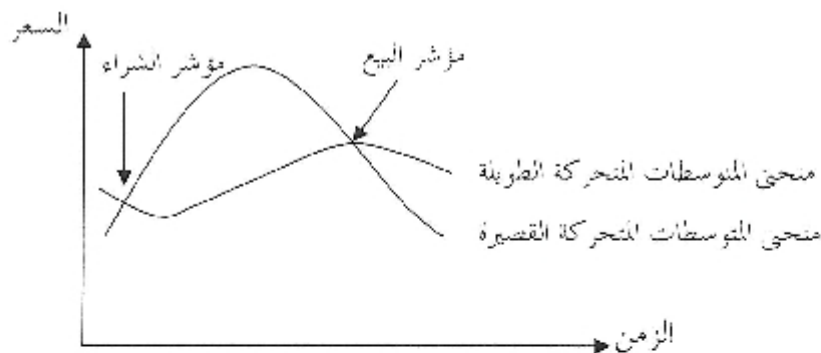
المصدر : جمال الدين خاسف ، مرجع سابق ، ص . 58

ثانيا - المتوسطات المتحركة :

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 200 يوم أو 30 أسبوع ، وعلى المدى المتوسط قد يتم حساب المتوسط المتحرك لفترة 10 أسابيع وأخيرا يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم على المدى القصير لأغراض المضاربة لمدة 10 أيام .

إن الغرض من حساب المتوسطات المتحركة هو إزالة التقلبات الطفيفة التي تقدم مؤشرات خاطئة ، وعليه يتم اتخاذ قرار الشراء عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة (01-10 أيام) منحنى المتوسطات المتحركة الطويلة من الأسفل ، وينخذ قرار البيع في حالة التقاطع من الأعلى² ، وذلك كما هو مبين في الشكل الآتي :

شكل رقم (2-2) : المتوسطات المتحركة



المصدر : عز الدين بن شرشار ، مرجع سابق ، ص . 68

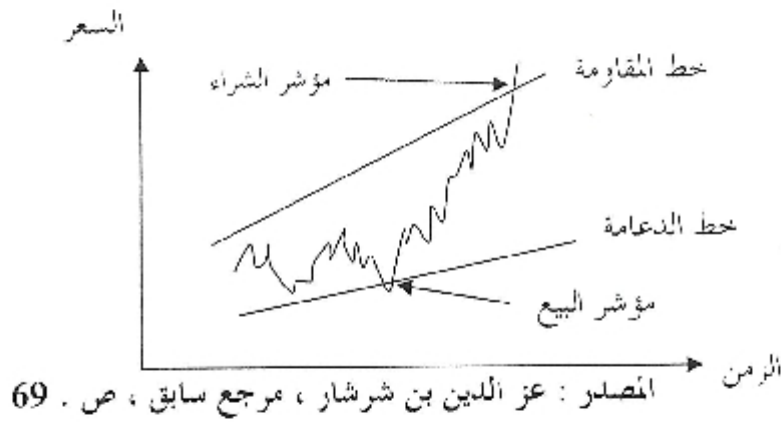
¹ جمال الدين خاسف ، استعمال تحليل أساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية ، رسالة ماجستير تخصص دراسات مالية ، معهد العلوم الاقتصادية وغيره
التسيير ، جامعة فرحات عباس - سطيف ، السنة الجامعية 2004/2005 ، ص . 57 ، ص . 58 .

² المرجع السابق : ص . 58 .

ثالثا - خطوط الدعامة و المقاومة :

تنشأ مؤشرات التداول في مثل هذا التقنية عندما تتحرك الأسعار إلى مستويات قياسية صعودا أو هبوطا، ففي ما يخص مؤشر الشراء فهو يظهر عندما يخرق السعر خط المقاومة¹، والنشك الموالى يوضح ذلك .

شكل رقم (2-3) : خطوط الدعامة و المقاومة



رابعا - استراتيجيات القوة النسبية :

تشير القوة النسبية للسهم إلى درجة تقلب سعر السهم مقارنة بمؤشر السوق أو مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم ، إذ يمكن تقسيم الأسهم في هذا الصدد إلى أسهم تنصف بقوة نسبية ، ومن ثم يتولد عن هذا السهم عائد متميز ، وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع سعرها بشكل كبير عندما يكون السوق صعودي ، وينخفض سعرها بشكل ضئيل عندما يكون السوق هبوطي . أما الأسهم التي لا تنصف بقوة نسبية فيحدث لها العكس ، إذ ترتفع أسعارها بشكل ضئيل عندما يكون السوق صعودي ، وتنخفض أسعارها بشكل كبير عندما يكون السوق هبوطي . ومن أجل بناء مؤشر أو خريطة القوة النسبية يتم إيجاد نسبة سعر السهم إلى أحد المؤشرات السوقية ، وكذلك إيجاد نسبة سعر السهم إلى مؤشر الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للسهم . وجدير بالذكر أن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم أساسا في تحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين بقدر ما يستخدم في المقارنة بين شركات داخل السوق أو شركات داخل الصناعة وتحديد الشركات المتميزة . ولا شك في أن ذلك من شأنه أن يفيد كثيرا في اتخاذ قرار الاستثمار².

¹ عز الدين بن شرشار ، مرجع سابق ، ص . 69 .

² محمد صالح الحناوي ، 2012 : مرجع سابق ، ص . 156 .

المطلب الثالث : مقارنة التحليل الأساسي بالتحليل الفني

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض كل من أوجه الشبه وأوجه الاختلاف بين كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني .

الفرع الأول : أوجه الشبه بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

من المتعارف عليه لدى تحليل الأوراق المالية نوافر مدخلين للتحليل : مدخل التحليل الأساسي، ومدخل التحليل الفني .

فالمدخل الأول يعنى بتحليل المتغيرات الرئيسية التي يمكن أن يكون لها تأثير على القيمة المستقبلية لأسهم الشركة . ويتدرج التحليل الأساسي بداية من دراسة ظروف الاقتصاد (المتغيرات الاقتصادية العامة) ، ثم ظروف القطاع (الصناعة)، وفي الأخير يتطرق إلى تحليل ظروف الشركة .

أما المدخل الثاني فهو يهتم بتفسير اتجاه أسعار الأوراق المالية في المدى القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمتعلقة بنشاط المضاربين ، وذلك استنادا إلى حركة الأسعار التاريخية ، وبالتالي إمكانية التنبؤ بالأسعار مستقبلا .

وعليه ، فإن هدف كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني يصب في قالب واحد وهو محاولة حل المشاكل التي تعترض المستثمر في الأوراق المالية : والتي تتبلور في شكل تساؤلات يمكن صياغتها على النحو التالي :

✓ ما هي الأوراق المالية التي يتعين شراؤها أو بيعها ؟¹

✓ أي توقيت يعتبر مناسباً لتنفيذ ذلك ؟

الفرع الثاني : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

إلى جانب نقاط التشابه الموجودة بين التحليلين، هناك عدد من الفروق التي تميز التحليل الأساسي عن التحليل الفني ، يمكن تلخيصها في الجدول أدناه :

¹ عز الدين بن شرشار ، مرجع سابق ، ص . 70

جدول رقم (2 - 1) : أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	يعتمد هذا التحليل على البيانات المالية للشركة ومنافسيها والظروف الاقتصادية السائدة وكافة الظروف التي تؤثر على القيمة المستقبلية لأسهم الشركة كما ينصب التحليل الأساسي على القوائم المالية وتقارير المراجعين والسياسات الاستثمارية داخل الشركة .	يعتمد هذا التحليل على التغير قصير الأجل في سعر السهم إلى جانب اعتماد على الرسوم البيانية ومؤشرات السوق وبيانات عروض البيع والشراء حتى يتسنى التنبؤ بالقيمة المستقبلية للسهم. كذلك فإن التحليل الفني ينصب على بيانات السوق مثل حركة أسعار الأسهم واتجاهاتها وحجم التداول وطلبات الشراء وعروض البيع على شاشات التداول إضافة إلى الاهتمام بالجو النفسي السائد لدى المتعاملين في السوق والتعرف على الأحداث المالية التي يتم الاعلان عنها سواء كانت أحداثا مالية أو غير مالية أو أحداثا جوهرية .
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض . - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر .	دراسة متغيرات السوق في الماضي والندورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية .
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف . - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانا لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار .	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب . - العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير

منطقية . - السوق أفضل متنبأ لنفسه . - التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت . - سوق رأس المال غير كفء .		
عوامل السوق ذاته مثل : أسعار الأوراق المالية، حجم التداول، عدد الصفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، عمليات البيع على المكشوف، التوقيت الزمني، انشاع السوق، الجو النفسي .	-عوامل اقتصادية عامة كالنتائج الوطني، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية . -عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، والجوانب الاقتصادية والتكنولوجية . -عوامل مرتبطة بالشركة مثل : القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات والملاحظات .	مصادر البيانات الرئيسية
-مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). -مؤشرات تدفقات الأموال. -مؤشرات هيكل السوق.	-المؤشرات الاقتصادية العامة. -دورة حياة الصناعة. -التنبؤ بحالات النمو. -تحليل ظروف المنافسة. -تحليل التطورات التكنولوجية. -القوائم المالية المقارنة. -تحليل السلاسل الزمنية. -التحليل الرأسي للقوائم المالية. -تحليل النسب. -التحليلات الخاصة.	أدوات التحليل الرئيسية
-وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب.	-تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني.	حدود استخدامها

-توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.	-يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.
-صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	-يحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.

المصدر : طارق عبد العال حماد ، 2002 ، مرجع سابق ، ص ص . 253-255 .

المبحث الثاني : التحليل الأساسي وتحليل الظروف الاقتصادية وظروف الصناعة

يبدأ التحليل الأساسي وفق التدرج المنطقي من أعلى إلى أسفل بدراسة الظروف الاقتصادية الكلية ثم دراسة ظروف القطاع في خطوة ثانية ، وهذا نظرا لأهمية المرحلتين في سبيل التوصل إلى القرار الاستثماري الرشيد .

المطلب الأول : تحليل ظروف الاقتصاد ودوره في ترشيد قرار الاستثمار

ترتبط سوق الأوراق المالية بشكل أساسي في كافة الدول بالظروف الاقتصادية، وتعتبر سوق الأوراق المالية مرآة للموقف الاقتصادي، حيث تتوقع أسواق الأوراق المالية الأحداث والاتجاهات المستقبلية، لذا يصبح من الأهمية دراسة وبحث وتحليل المتغيرات المالية والاقتصادية التي تفسر الموقف الاقتصادي، والتي يبرز بوضوح تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وتشتمل أهم المتغيرات في :

الفروع الأول : السياسة النقدية (The monetary policy)

تمثل السياسة النقدية مجموع الإجراءات والقرارات التي يعتمد عليها البنك المركزي للتأثير على الكتلة النقدية المعروضة في الاقتصاد والتحكم في معدلات التضخم. كما نجد بعض الاقتصاديين ينظرون إلى السياسة النقدية على أنها سياسة الحكومة والبنك المركزي بالنسبة لخلق النقود¹.

ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة والمتمثلة في تحقيق التشغيل الكامل واستقرار الأسعار والنمو الاقتصادي، وذلك عبر تنظيم إجراءات منح الائتمان والنقود، ففي حالة ما إذا كان البنك المركزي يرغب في زيادة مستوى الدخل والعمالة، فيكون له ذلك عن طريق زيادة العرض النقدي والائتمان، وذلك بانتهاج سياسة نقدية هينة ، بينما يتبع سياسة نقدية صارمة في حال أراد تقليص المعروض من النقود والائتمان لمواجهة ظاهرة التضخم.

¹ محمد طراء ، اقتصاديات النقود والبنوك ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2001 ، ص 159 .

ويتوفر لدى البنك المركزي العديد من الأدوات التي يؤثر من خلالها على المعروض من النقود والائتمان ؛ وتعمل هذه الأدوات بشكل أساسي عن طريق تغيير أو تعديل قدرة البنوك التجارية على تقديم القروض، وبهذا الإجراء يزيد أو ينقص من العرض النقدي. كما يبرز أثر استخدام أدوات السياسة النقدية من قبل البنك المركزي فيما يأتي¹ :

أولاً - نسبة الاحتياطيات :

ينبغي على البنوك التجارية أن تحتفظ باحتياطيات إجبارية تعتبر ضماناً على الودائع التي تحصل عليها، ويحدد البنك المركزي النسبة المثوبة التي تحتفظ بها مقابل تلك الودائع حيث :

✓ زيادة نسبة الاحتياطيات تؤدي إلى نقص الاقتراض وبالتالي نقص في المعروض من النقود.

✓ انخفاض نسبة الاحتياطيات يؤدي إلى زيادة الاقتراض، وبالتالي زيادة في المعروض من النقود.

ثانياً - سعر الخصم :

هو سعر الفائدة الذي يمنح به البنك المركزي القروض إلى البنوك التجارية، فالزيادة في سعر الخصم تفضي إلى انخفاض نسبة الاقتراض، وبالتالي انخفاض المعروض من النقود، بينما الانخفاض في سعر الخصم يؤدي إلى ارتفاع نسبة الاقتراض، ومن ثم زيادة المعروض النقدي.

ثالثاً - عمليات السوق المفتوحة :

ويقصد بها شراء أو بيع الأوراق المالية الحكومية (وبخاصة أذون الخزانة) من طرف البنك المركزي، حيث يتسنى لهذا الأخير من خلال هذه العمليات تغيير المعروض من النقود المتداولة واحتياطيات البنوك التجارية. إن أثر عمليات السوق المفتوحة يبرز بالنسبة لتحليل الاستثمار من زاويتين² :

الأولى : تأثير مباشر على أسعار الفائدة وأسعار السندات

ففي حالة إقدام البنك المركزي على شراء أوراق مالية على الخزانة (أذون الخزانة)، فإنه يرفع الأسعار وينجر عن ذلك انخفاض العوائد. كما يزيد فارق السعر بين مديونية الخزانة ومديونية الشركات ، ونتيجة لذلك يقوم المستثمرون بشراء الأوراق المالية للشركات مما يرفع من أسعارها، وبالتالي تنقلص عوائدها.

أما في حالة بيع البنك المركزي للأوراق المالية الحكومية، فإنه يقوم بخفض أسعارها ورفع أسعار الفائدة، وبالتالي تنقلص فارق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، ويتوجه المستثمرون إلى شراء الأوراق المالية الحكومية بدلاً من شراء الأوراق المالية للشركات، مما من شأنه أن يخفض سعر السندات التي تصدرها الشركات، فيريد عائدتها، ومن ثم ينتقل تأثير الأوراق المالية الحكومية عبر البنك المركزي إلى ديون الشركات ويختلف صور المديونية الأخرى.

¹ جمال الدين جاسق ، مرجع سابق ، ص . 63 . 64 .

² طارق عبد العال حياء ، 2002 ، مرجع سابق ، ص . 14 . 15 .

الثانية : تأثير غير مباشر على أسعار الأوراق المالية نابع عن تأثير السياسة النقدية على قدرة الشركات على تحصيل الأرباح، فكون جميع الأصول ينبغي تمويلها عبر مصادر تمويل، لذا فإن أي تغيير بمس السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة تمويل الشركة، إذ أن التشديد في منح الائتمان يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل وبالتالي انخفاض الأرباح، مما قد ينعكس على أسعار المنتجات، وهو ما قد يفضي إلى تقلص الطلب على إنتاج الشركة، هذا الأخير يتسبب بدوره في رفع تكلفة التمويل، ويؤدي إلى تراجع الأرباح .

إلى جانب التأثير على الأرباح، فإن اعتماد سياسة نقدية أكثر صرامة يترتب عنه إقدام الأفراد على زيادة معدل العائد المطلوب على استثمارات حقوق الملكية، فإن كان باستطاعة المستثمرين الحصول على المزيد من العوائد بواسطة أدوات الدين مقارنة بالمتاح منها قبل الرفع في أسعار الفائدة، فإن طلبهم على العوائد سيكون مرتفعاً بالنسبة لاستثمارات حقوق الملكية، وتتجسد العوائد الأعلى عند انخفاض أسعار الأسهم. وفي ظل وجود ضغط ممارس من جانب مصدري الأوراق المالية، فإن أسعار الأسهم سوف تؤول للانخفاض. ومن المرتقب أن يفضي ارتفاع أسعار الفائدة إلى مكاسب أقل وإلى معدلات مرتفعة من العائد المطلوب ، وهذان العنصران يقلصان من أسعار الأوراق المالية.

الفرع الثاني : السياسة المالية (Fiscal policy)

يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، والذي مفاده أن هذه السياسة تتضمن جانبين، جانب الإيرادات وجانب النفقات. وكون الضرائب تعتبر قسماً مشتركاً لموارد موازنات أغلبية الدول، وإن اختلفت أهميتها النسبية من دولة إلى أخرى ، فعادة ما تشكل محور الاهتمام قصداً الرقوف على كيفية تأثيرها على سوق رأس المال.

فإذا عمدت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة الشركات، فإن ذلك من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة. غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثاره السلبية والمتشعبة في تقليص موارد موازنة الدولة ، مما قد يدفع الحكومة للاعتماد على التمويل بالعجز (Deficit financing) أي إصدار المزيد من أوراق البنكنوت، وهو ما يفضي عادة إلى حدوث التضخم.

وإذا كان تخفيض معدل الضريبة يعد أداة لتشجيع الاستثمار، فإنه ليس الوسيلة الوحيدة، فهناك أيضاً تشريعات الضريبة المباشرة قصد تشجيع ودفع عجلة الاستثمار، والتي تتمثل في الخصم الضريبي (Investment tax credit) الذي تستفيد منه بعض الشركات.

في ذات السياق، قد يكون من المفيد التطرق إلى الإعفاءات الضريبية لتسليط الضوء على الفرق الجوهرية بين مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل، ومدخل التحليل من أسفل إلى أعلى اللذان سبق الإشارة إليهما. ففي ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل يتصرف اهتمام المخل إلى الإعفاءات الضريبية التي تعزى لطبيعة النشاط ، أي تلك التي ترتبط بصناعة أو صناعات معينة، تمهيداً لإخضاعها لمزيد من التحليل في المرحلة الموالية ، أي

مرحلة تحليل ظروف الصناعة . أما الإعفاءات الضريبية التي تستفيد منها شركة بذاتها بالنظر لممارستها للنشاط في منطقة جغرافية ما، فلا تدخل ضمن دائرة الاهتمام في هذه المرحلة على الأقل.

ولدى بلوغ هذا المدخل من التحليل المستوى الأخير أي مستوى تحليل ظروف الشركات الفردية، فسوف ينصب الاهتمام فقط على الشركات التي تنتمي إلى الصناعات التي كشف تحليل ظروف الصناعة عن تميزها نظرا للإعفاء الضريبي الذي حازت عليه أو لأسباب أخرى. أما الشركات التي استفادت من الإعفاء الضريبي بسبب ممارستها للنشاط في منطقة جغرافية معينة، فهي غير معنية بالتحليل إلا إذا كانت تنتمي لإحدى الصناعات التي تم تحديدها في مرحلة تحليل ظروف الصناعة¹.

الفرع الثالث : تحليل علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلية بتغيرات أسعار الأوراق المالية

يعتمد المحلل الأساسي على بعض المؤشرات الاقتصادية التي تمثل مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي والتي تكون صورة ولو جزئية عن الوضعية التي ستؤول إليها مختلف الشركات المتعاملة في سوق الأوراق المالية ، ومن أهم هذه المؤشرات نجد مؤشر التضخم، الانكماش، النمو الاقتصادي، معدلات البطالة، أسعار الصرف وغيرها.

أولاً- مؤشر التضخم وعلاقته بقرار الاستثمار في الأوراق المالية :

يعتبر الاستثمار في الأسهم أهم الاستثمارات التي تسمح بحماية قيمة الأصول . ولإشارة فإن الشركة ينبغي أن تتكيف مع البيئة المتغيرة ، وبالتالي التكيف مع التطورات الدورية من أجل الاستفادة من الأرباح على المدى الطويل .

والتضخم (ارتفاع المستوى العام للأسعار) يعتبر عاملاً رئيسياً يدفع الشركات إلى تكيف أسعار بيع السلع والخدمات قصد الاستمرار في توليد الأرباح وإلا فإنها سوف تزول . وهذه الظروف الواردة تعد مصدر أمان للمساهمين، ولكن بشرط الاستثمار في شركات لها القدرة على التكيف وتطوير وعلى تطوير عائداتها في ظل التضخم .

في مقابل ذلك ، فإن الاستثمار في السندات يعتبر أقل كفاءة أثناء فترات التضخم ، إذ أن الارتفاع في معدلات الفائدة الناجم عن عودة التضخم يستهدف قيمة السندات، ويؤثر بصورة كبيرة على هذه القيمة بالنسبة للدائنين. كما أنه باعتبار عائد السند ثابت ولا يمكنه التكيف مع الارتفاع في حالة التضخم، فإن القوة الشرائية للدائن (حامل السند) وقيمة أصوله سوف تؤول للانخفاض، وذلك لوجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأسعار السندات².

وعليه، فإن توقع حدوث التضخم ينبغي أن يقود المستثمر إلى اتخاذ القرارات الآتية :

¹ منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات ، طبعة ثانية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية : 2008 ، ص ص . 123-125 .

² <http://www.leblogpatrimoine.com/strategie/en-cas-de-deflation-ne-pas-investir-es-une-vrai-decision-d-investisement.html>

- التركيز على الأصول السائلة والأصول المادية والأسهم العادية للمنشآت التي تؤدي الزيادة في قيم أصولها إلى تعظيم قاعدة هذه الأصول، فنجد أن بعض الأسهم العادية يمكن أن تتكيف مع البيئة التضخمية، والشركات التي تحوز على كميات هائلة من الموارد المادية كالبترول تزدهر في فترات التضخم، نظرا لتزامن ارتفاع قيمة أصولها مع الزيادة العامة في الأسعار.

- تقادي شراء الأدوات المالية ذات العائد الثابت، وكذا التزامات الديون طويلة الأجل، وكذلك الانتعاد عن الأسهم العادية للشركات التي لا تحوز على أصول يمكن أن ترتفع أسعارها في ظل التضخم. ونخلص إلى القول في هذا الشأن بأن هذا الأسلوب المستهجن هو أسلوب دفاعي أكثر منه هجومي نظرا لإيلائه جل الاهتمام صوب الحفاظ على القدرة الشرائية الجارية للمستثمر، وأيضا القيمة الحقيقية للأصول المملوكة وحمايتها¹.

ثانيا - قرار الاستثمار في ظل الانكماش :

الانكماش هو عكس التضخم، ويعني فترة هبوط الأسعار ، هذه الفترة تشهد انخفاض أسعار الأصول المادية كالعقارات ، وعليه، ففي حالة توقع نشوء بيئة انكماشية يتعين على المستثمر في ظل ذلك الإقبال على شراء الأصول المالية التي سترتفع قيمتها، ثم بالإمكان اقتناء الأصول المادية عندما تنخفض أسعارها .

والسبيل الذي يكفل أقصى أمان للمستثمر هو اتخاذ القرارات على النحو التالي :

- اقتناء الأصول السائلة قصيرة الأجل مثل ودائع البنوك، لأن ارتفاع القوة الشرائية بفعل التضخم يدفع المستثمر إلى الاحتفاظ بالنقد وبالأصول السائلة الأخرى.

- الإقبال على شراء السندات طويلة الأجل، وإن كانت متوفرة لدى المستثمر ، فعليه فقط أن يقتني السندات من النوع الممتاز، لأن حالة الانكماش تكون مصحوبة بانخفاض في أسعار الفائدة وارتفاع في أسعار السندات .

- اقتناء السندات الحكومية وسندات الشركات الصناعية الكبرى والرائدة ، وأيضا سندات الشركات ذات القوائم المالية القوية من أجل تقادي الإفلاس الذي يرافق الانكماش.

- حصر المشتريات في الأوراق المالية الجيدة ذات الدخل الثابت، كون قيمة السندات ترتبط بشكل رئيسي بقدرة الشركات المدينة على خدمة الدين ، فإذا عجزت تلك الشركات عن تسديد الفائدة وقيمة القرض الأصلي في الميعاد المحدد، فإن قيمة السندات سوف ترتفع في ظل انخفاض أسعار الفائدة تزامنا مع الانكماش.

- تجنب شراء الأسهم العادية لأنها تشكل استثمارات رديئة في مرحلة الانكماش بفعل تراجع الطلب على المنتجات ، وصعوبة تحصيل الحسابات المدينة ، إلى جانب انخفاض هوامش الربح².

¹ طارق عبد العال حماد ، 2002 ، مرجع سابق : ص . 29 ، 30 .

² المرجع السابق : ص . 30 ، 31 .

ثالثا - الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر النمو الاقتصادي :

يعبر الناتج المحلي الإجمالي عن قيمة السلع والخدمات المنتجة على أرض الدولة بموارد محلية أو أجنبية؛ سواء كانت تلك الموارد مادية أو بشرية أو في أي شكل آخر. بمعنى آخر هو مجموع الدخول التي يتحصل عليها المواطنون والأجانب عن أعمال تنفذ على أرض الوطن.

فالناتج المحلي الإجمالي (GDP) يعد مؤشرا يعكس مستوى النمو الاقتصادي، ومختلف التقارير حوله تؤثر على أداء السوق. إذ أن الإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي (Real Economic Activity) يزيد من التفاؤل بخصوص المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم، ويغضى إلى ارتفاع أسعارها¹.

في السياق ذاته، يجب على المستثمر خلال فترة النمو الاقتصادي بغرض توليد العوائد أن يتوجه لاتخاذ القرارات الاستثمارية التالية²:

- ❖ الاستثمار في الأسهم العادية للشركات ذات الأوضاع المالية الجيدة، والتي تثبت سجلاتها تحقيقها لنمو متواصل في الأرباح وعوائد الأسهم ؛
 - ❖ الإقبال على شراء السندات طويلة ومتوسطة الأجل بالنسبة للمستثمر الذي يسعى إلى تحقيق دخل جاري، مع تغيير الإستراتيجية المتبعة هذه إذا بدأت فترة النمو الاقتصادي في رفع معدل التضخم ؛
 - ❖ تقادي الاستثمار في "الأسهم التي لا تسير ارتفاع قيمة الأوراق المالية في حالة سوق الأوراق المالية الصاعدة .
- رابعا - معدلات البطالة :

عند ارتفاع مستوى التشغيل يتم امتصاص جزء كبير من البطالة، وبالتالي يزيد مستوى الدخل، فيرتفع حجم الطلب على مختلف السلع والخدمات، مما يدفع الشركات إلى رفع الطاقة الإنتاجية وزيادة الاستثمارات والتوسع فيها .

في نفس الإطار، فإن ارتفاع نسبة البطالة يكون مصاحبا لفترات الكساد والركود الاقتصادي، وتتبني الحكومة في هذه المرحلة سياسة مالية توسعية تفضي في الأخير إلى زيادة الطلب الإجمالي على السلع والخدمات، وقصد استفادة المستثمر منها ينبغي عليه أن :

- ❖ يتجنب الاستثمار في أدوات سوق المال قصيرة الأجل ؛
- ❖ الإقبال على "الأصول المالية لاسيما الأسهم العادية للشركات المرتقب استفادتها من السياسة النقدية والمالية التوسعية³.

² منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 129 .

² طارق عبد الغال حماد ، 2002 ، مرجع سابق ، ص . 33 . 34 .

³ Vialles Rodolphe . Savoir investir en bourse , 2^e édition , Vuibert , Paris , 2005 . P.102 .

خامساً- أسعار الصرف وعلاقتها بقرار الاستثمار :

تكتسي أسعار الصرف أهمية بالغة فيما يتعلق باتخاذ القرارات الاستثمارية، إذ أن تخفيض أو رفع قيمة العملة المحلية (عملة الدولة التي يجري الاستثمار فيها بالأوراق المالية المختلفة)، يترتب عنه عدم استقرار العائد المتوقع من هذا الاستثمار، فإذا أقدم مستثمر ما على اقتناء أسهم أمريكية، ثم ارتفعت الأسعار في غضون السنة بنسبة 10%، فمن المرتقب تحصيل أرباح رأسمالية بمقدار 10% لدى بيع هذه الأسهم نهاية السنة¹.

وعلى سبيل المثال، فإن انخفاض قيمة الدولار يؤثر بصورة إيجابية في طلب المستثمرين الأجانب على الأسهم المتداولة في سوق نيويورك، إذ تكون أسعار هذه الأسهم أدنى مما كانت عليه. كما يترتب عن هذا الانخفاض لجوء بعض الأفراد الذين يحوزون على أرصدة نقدية بالدولار إلى بيعها والتوجه لاقتناء الأصول المالية الأخرى ومنها الأسهم.

في ذات السياق، يمكن أن يسهم انخفاض الدولار في رفع القدرة التنافسية لشركات أمريكية على مستوى الأسواق العالمية، وبالتالي ارتفاع أرباحها، مما من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أسعار الأسهم في البورصة، إلا أن ما ينبغي أخذه في الحسبان في هذا الجانب هو أنه لا يكون لانخفاض قيمة العملة المحلية بالضرورة آثاراً إيجابية على الاقتصاد المحلي، إنما يتوقف ذلك على مدى استجابة القطاعات الاقتصادية المختلفة للتغير الذي يطرأ على قيمة العملة الوطنية، وكذا المكاسب والخسائر التي تنجم عن هذا الانخفاض بالنسبة لقطاعات الاقتصاد المختلفة².

المطلب الثاني : تحليل ظروف الصناعة و دورها في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية

تعتبر الخطوة الثانية في التحليل الأساسي تلك المتعلقة بتحليل ظروف الصناعة أو القطاع كمدخل لتحليل وتقييم الأوضاع المالية للشركة. وكما تبين من التحليل الاقتصادي، فإن لظروف الاقتصادية العامة أثر جلي على اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة، وبالتالي على أسعار الأوراق المالية. وقد يشمل هذا التأثير جل القطاعات، كما قد يستهدف قطاعاً أو عدة قطاعات. ومهما يكن نطاق التأثير فإن درجته تختلف من قطاع إلى آخر. وعليه يتطلب الأمر تحليل ظروف كل صناعة على حدى لمعرفة درجة تأثر هذه الصناعة بالظروف الاقتصادية العامة والخاصة، والوقوف على ما إذا كانت الصناعة واعدة أم لا.

الفرع الأول : تعريف الصناعة وأهمية تحليلها

تعرف الصناعة بأنها مجموعة من الشركات التي تقدم سلعا أو خدمات تعد بديلاً لبعضها البعض، ويعتبر تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركة من العوامل الأساسية التي تزيد من احتمالات جودة الشركة التي يقرر المستثمر توجيه جزء من استثماراته إلى الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركة.

¹ Ibid, P.102.

² عز الدين بن شرارة، مرجع سابق، ص. 75.

ويستخدم نموذج القوى الخمس التنافسية (Five basic competitive forces) ، والذي قدمه "Porter" في تقييم وتحليل البيئة الصناعية ، ويتضمن النموذج ما يأتي :

أ- إمكانية دخول منافسين محتملين ؛

ب- المنافسة بين الشركات القائمة ؛

ج- قوة المساومة عند المشترين ؛

د- قوة المساومة عند الموردين ؛

هـ- التهديد من قبل المنتجات البديلة .

وكل عامل من هذه العوامل يمثل فرصة وتهديد للشركة في الوقت نفسه ، فكلما زادت قوة أي عامل من هذه العوامل كلما مثل ذلك تهديداً للشركة ، وكلما ضعفت قوة أي عامل منها مثل ذلك فرصة للشركة .

وإلى جانب نموذج القوى الخمس التنافسية ، فإن هناك أدوات أخرى يمكن الاعتماد عليها في تحليل ظروف الصناعة ، ونجدها من أهمها دورة حياة الصناعة ، والتنبؤ بالطلب على منتجات هذه الصناعة ، وكذا التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة والتي سوف نطرق إليها فيما بعد ¹ .

ونظراً للدور الذي تؤديه الصناعة ، تكتسي عملية تحليل ظروفها أهمية بالغة لدى المحللين ، وذلك بعد تحليلهم للظروف الاقتصادية العامة ، وتكمن هذه الأهمية فيما يأتي ² :

- ✓ تحليل الصناعة يساعد في تمييز ورصد الفرص الاستثمارية المربحة ؛
- ✓ دراسة ظروف الصناعة تمكننا من تحديد وضبط اتجاهات الصناعات المختلفة ، وتوجيهنا لاختيار أفضل الاستثمارات .

✓ يتيح تحليل ظروف الصناعة الإجابة على التساؤلات التالية :

- هل هناك اختلافات بين عوائد الصناعات المختلفة خلال فترات زمنية معينة ؟
- هل تستمر الصناعة التي تقدم معدلات أداء جيدة في فترة زمنية معينة في تقديم نفس المعدلات الجيدة مستقبلاً ؟ بمعنى هل بالإمكان استخدام العلاقات السابقة بين السوق والصناعة من أجل التنبؤ بالإنتاجات المستقبلية للصناعة ؟

الفرع الثاني : تصنيف الصناعات

لا يقتصر دور المحلل على تعريف الصناعة فقط ، إنما ينبغي عليه أن يمتد إلى تصنيف الصناعات تبعاً لكيفية تأثرها بالدورات التجارية . وفي هذا الصدد يمكن أن نميز : صناعات متنامية ، صناعات مرتبطة بالدورات ، صناعات دفاعية ، صناعات متنامية ومرتبطة بالدورات ، وأخيراً صناعات متدهورة .

¹ محمد أحمد عبد النبي ، الاسراف نادية : الأصول العديدة والتحليل الأساسي ، طبعة أولى ، زمزم ناشران وموزعون ، عمان : 2009 ، ص . 101 ، 102 .

² طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، طبعة أولى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية : 1998 ، ص . 43 .

أولاً - الصناعات المتنامية (Growth industries) :

ويقصد بها الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرد بمعدل يتجاوز معدل نمو الاقتصاد القومي ككل . وعادة ما يرتبط وجود تلك الصناعات بمرحلة تحول تكنولوجية . ومن الأمثلة على الصناعات المتنامية في الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي الصناعات الخاصة بالهندسة الوراثية وتصميم أنظمة المعلومات وأجهزة الصدمات الكهربائية التي تثبت داخل أجسام بعض مرضى القلب¹.

ثانياً - الصناعات المرتبطة بالدورات (Cyclical industries) :

وتتمثل في الصناعات التي تتأثر بشدة بالظروف الاقتصادية السائدة من رواج أو كساد . فمبيعاتها تزدهر مع ازدهار وانتعاش الاقتصاد ، وتنخفض مع موجات الكساد ، ومن أمثلة ذلك صناعات السلع المعمرة كالثلاجات والغسالات الأوتوماتيكية ، ويرجع تذبذب مبيعات تلك الصناعات إلى أن المستهلك أثناء فترات الكساد يقوم بتأجيل قرار شراء هذه السلع إلى حين تحسن الظروف الاقتصادية ، وأيضاً تحسن وضعيته المالية بالتبعية ، أما في حالة الرواج فقد يقدم المستهلك على شراء وحدات إضافية منها ، أو تغيير الأجهزة القديمة بأخرى جديدة².

ثالثاً - الصناعات الدفاعية (Defensive industries) :

وهي الصناعات التي تزدهر بمعدل أقل من معدل ازدهار الاقتصاد ، كما تكبش بمعدل أقل من معدل الإنكماش الذي قد يصيب الاقتصاد . ومن الأمثلة على هذه الصناعات تجارة الصناعات التي تنتج الأطعمة ، الكساء والنساء . وعليه ، فإن تضمين أسهم الصناعات الدفاعية في محفظة المستثمر (محفظة الأوراق المالية) سوف يسهم في تقليل درجة تذبذب العائد المتوقع أن يتولد عنها ، وذلك بالنظر إلى أن معامل بيتا للأسهم من هذا النوع يجب أن يكون أقل من الواحد الصحيح ، إضافة إلى ذلك فإن الأسهم يمكن أن تشكل بديلاً مقبولاً للسندات في محفظة استثمار البورصة الإسلامية³.

رابعاً - الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات (Cyclical-Growth industries) :

وتعني الصناعات التي تجمع بين مواصفات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات ، وهو تصنيف استحدثته بيوت السمسة وبعض صحف ومجلات المال والأعمال ، ومن الأمثلة على هذا النوع من الصناعات تجارة صناعة الحواسيب الآلية . فخلال الظروف العادية يسير نمو تلك الصناعة بنفس معدل نمو الاقتصاد في الدولة . أما في الظروف غير العادية فيتفوق معدل نموها على معدل نمو الاقتصاد القومي ، وهو ما يحدث في حالة بروز أجيال مستحدثة من الحواسيب أسهل في الاستخدام ، أو تنصف بدرجة أعلى من الكفاءة⁴.

¹ منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 131 .

² محمد أحمد عبد النبي ، مرجع سابق ، ص . 103 .

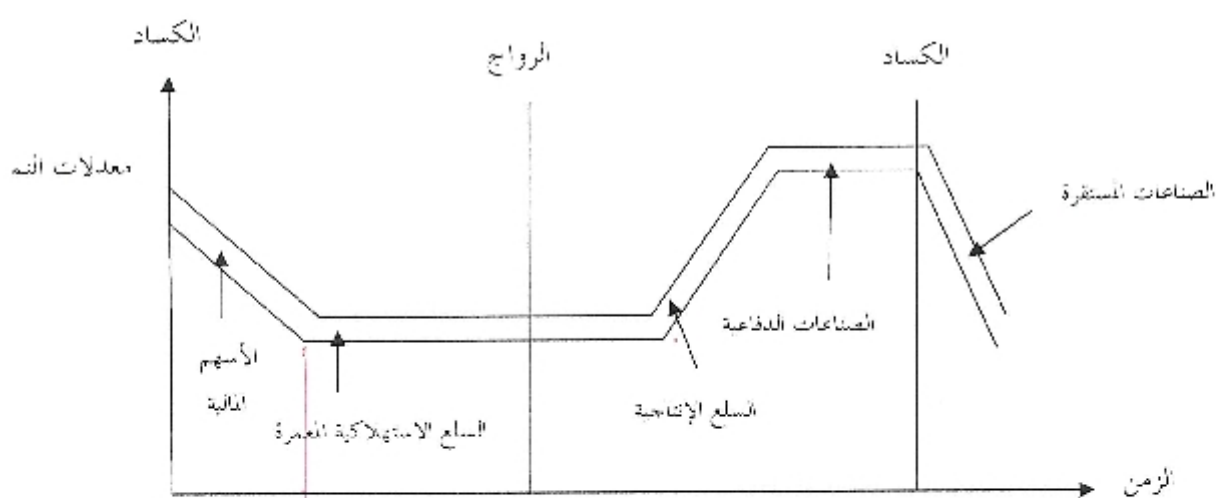
³ منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 132 .

⁴ المرجع السابق ، ص . 132 .

خامسا - الصناعات المتدهورة (Declining industries) :

وهي الصناعات المتجهة للإنكماش والانهاء ، أو تلك التي تنمو بمعدل أقل من معدل نمو الاقتصاد القومي¹ .
والشكل التالي يبرز مدى تأثر الصناعات المختلفة بالدورات الاقتصادية : وهو يحدد العلاقة بين مختلف
الصناعات والدورات التجارية :

شكل رقم (2-4): تصنيف واختيار الصناعات على أساس الدورة التجارية



المصدر : عبد الغفار حنفي ، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،

الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 ، ص . 259 .

من الشكل يتضح بأنه لكل مرحلة من مراحل الدورة التجارية بالإمكان اقتناء أسهم نوع معين من الشركات ، وتتميز الصناعة التي تنسب إليها الشركات المصدرة لهذه الأسهم بمعدل عائد مرتفع على مدى هذه المراحل .

الفرع الثالث : اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة

وفي هذا الشأن لابد من دراسة مجموعة من الاعتبارات أو العوامل التي يمكن أن توضح الظروف الداخلية الحالية أو المتوقعة للصناعة .

¹ محمد أحمد عبد النبي ، مراجع سابق ، ص . 04 .

أولاً - التحليل التاريخي للمبيعات :

إن أول خطوة نتخذ للتنبؤ بمستوى الصناعة تتمثل في تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح ، فالتغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة ، كذلك يسهم التحليل التاريخي لمُذَيْن المتغيرين في التعرف على مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار ودرجة استعدادها لمواجهة فترات الكساد . ففي حالة إثبات البيانات التاريخية لضعف قدرة الصناعة في الحالتين ، فليس هناك ما يبرر قدرتها على ذلك مستقبلاً ؛ إلى جانب ذلك فإن لدرجة الاستقرار في نمو مبيعات الصناعة على مر الزمن أهمية خاصة إذ كلما زادت درجة الثقل في معدل النمو ؛ فإن مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة سوف ترتفع .

وفي هذا الصدد أيضاً ، فإن النمو السريع للمبيعات لا يكفل تحقيق ربحية مرتفعة ما لم تتوفر رقابة حيدة وفعالة على التكاليف ؛ كما ينبغي تحليل هيكل التكاليف للوقوف على نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة ضمن الصناعة كون انخفاض التكاليف الثابتة يعني انخفاض مخاطر التشغيل ، مما يمنح فرصة أحسن لتحقيق الأرباح أو تقليص حجم الخسائر خلال فترات الكساد¹ .

ثانياً - حجم الطلب والعرض :

فمن خلال دراسة كل من حجم الطلب والعرض على الصناعة ، يمكن التعرف على الطاقات الإنتاجية المتاحة ضمن موضوع الدراسة ، ومعرفة الطلب عليها هل هو في حالة تنامي وبأخذ المنحنى التصاعدي أم هو في اتجاه تنازلي ؛ وهل باستطاعة الصناعة تغطية التوسعات في الطاقات الإنتاجية لها ، وذلك بعد تحديد الفجوة التسويقية وكذا القدرة على المنافسة² . إذ ينبغي التعرف في هذا الشأن على إمكانية الصناعة فيما يخص تمويل التوسع ، فإذا تبين عدم قدرتها على مواجهة الزيادة في الطلب ، فإن ذلك يعني ورود احتمال دخول منتجين جدد ، وبالتالي اشتداد حدة المنافسة ؛ مما قد يترك أثراً عكسياً على ربحية الشركات القائمة ، وعلى أسعار أسهمها بالتبعية³ .

ثالثاً - المنافسة :

والمقصود بها هنا المنافسة التي تواجهها الصناعة سواء كانت منافسة محلية أو عالمية ، وكذلك دراسة إمكانية دخول منافسين جدد إلى تلك الصناعة ، وبحث إمكانيات ظهور صناعة جديدة منافسة ، كما أن العملية التنافسية للصناعة بحكمها القدرة التنافسية لها ، وذلك من خلال تميز المنتج وانخفاض التكلفة والقدرة على التسويق ، وكذا تغطية فجوات السوق إن وجدت⁴ .

¹ منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 133 ، 134 .

² محمد عبد الحميد عطية ، الاستثمار في البورصة ، دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، 2011 ، ص . 124 .

³ محمد أحمد عبد النبي ، مرجع سابق ، ص . 105 .

⁴ محمد عبد الحميد عطية ، مرجع سابق ، ص . 125 .

ويقصد بتميز المنتج (Product - Defferentiation) ، أن المشتريين هم تفضيلاًهم الخاصة فيما يتعلق بمنتجات الشركات المكونة للصناعة . بعبارة أخرى أن جمهور العملاء لكل شركة متمسك بنوعية المنتج الذي تقدمه . وفي ظل هذه الظروف يكون من العسير على القادم الجديد (New Entrant) الذي يرغب في اكتساح الصناعة أن يبيع المنتج (والذي يتوجب أن يكون متميزاً هو الآخر) بسعر يغطي التكاليف التي عادة ماتكون مرتفعة في السنوات الأولى .

أما فيما يخص المزايا المطلقة في التكاليف (Absolute-Cost Advantages) ، فهي تعني قدرة كل شركة ضمن الصناعة على الإنتاج والتوزيع عند أي مستوى ، وبأقل تكلفة مقارنة مع أية شركة جديدة يمكن أن تفكر في الدخول ، ويتسنى تحقيق ذلك عبر براءة الاختراع التي تحوزها الشركات الصناعة ، أو من خلال سهولة الحصول على الموارد المالية ، أو قدرة أفضل على التفاوض مع مصادر توريد المعدات¹

بالإضافة إلى ما سبق ، يبرز كذلك تأثير اقتصاديات الحجم (Economies of scale) على تحليل ظروف الصناعة ، وينطبق هذا المفهوم فقط على الصناعات التي ليس بإمكانها تحقيق عائد ملائم إلا في ظل حجم كبير من الإنتاج ، ومثال ذلك صناعة السيارات. ففي مثل هذا النوع من الصناعات ، يجب أن يكون الوافد الجديد قادراً على انتزاع جزء من حصص الشركات القائمة يكون كافياً لتشغيل المعدات والآلات عند المستوى الذي يكفل تغطية التكاليف وتحقيق عائد مناسب¹ .

رابعاً - طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة :

يعتبر كل من طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة من بين أبرز الجوانب التي ينبغي أن نوليها اهتماماً كبيراً لدى تحليلنا لظروف الصناعة ، فمن الضروري تحليل العلاقة بين حجم الطلب على المنتج ، وكذلك حصة المنتج من متوسط دخل الفرد ، مما يسمح بالتوصل إلى نتائج مفيدة تضيء على عملية التحليل أهمية أكبر. فالصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد على المستوى القومي ، ومثال ذلك الحواسيب الآلية² .

ومبدئياً ، فإن كثيراً من الشركات تدخل الصناعة آخذة في الاتساع السريع ، ولكن مع ازدياد عدد المشاركين في تلك الصناعة ، فإن الأسواق تصبح متشعبة وينخفض بالتبعية معدل النمو ، مما يقضي إلى مرحلة اندماج . فبعض الشركات تنهار وتوقف نشاطها ، في حين يندمج البعض الآخر في شركات أقوى .

وربما يكون الاستثمار الأمثل هو الدخول في منشأة تنتمي إلى صناعة متنامية (أي آخذة في النمو بمعدلات أكبر من معدل نمو الاقتصاد الوطني ككل) ، فالطلب على إنتاج الشركة يمكن أن يتوقع له النمو . وحتى لو دخلت شركات أكثر إلى السوق ، فإن اتساع السوق ذاتها يسمح للشركة بالحفاظ على مستوى أرباحها في مواجهة المنافسة المتزايدة .

¹ منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . ص . 134 ، 135 .

² المرجع السابق ، ص . 136 .

وعلى حين أن كثيراً من الصناعات المتنامية السابقة كانت قائمة على التغير التكنولوجي ، فإن الصناعات المتنامية المستقبلية لن تبنى بالضرورة على التكنولوجيا ، إذ أن أذواق المستهلكين تتغير مع ارتفاع دخولهم ، وبالتالي قد تصبح الشركات العاملة في تلك الصناعات هي الجيل الثاني من الشركات المتنامية ، وأفضل الاستثمارات هي التي توظف في أوراق مالية لمنشآت قادرة على استغلال التغير التكنولوجي ، أو الاستفادة من التحولات في الطلب وأذواق المستهلكين .

✓ خامسا - تأثير الحكومة :

يقصد بالتأثير الحكومي في هذا الإطار جانبين : الأول يتعلق بمدى التدخل في شؤون الصناعة ، والثاني يخص قدرة الحكومة على تنمية علاقات دولية مثمرة من شأنها أن تسهم في النهوض بالصناعة ومن المرتقب أن تتفاوت الصناعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الحكومة ، وهو أمر ينبغي على المستثمر أن يكون مطلعاً عليه . ومن أمثلة الصناعات التي تتعرض لدرجة عالية من التدخل الحكومي نجد صناعة الأدوية وغيرها . هذا التدخل قد يدل في النهاية على وضع عقبات أمام نمو الصناعة .

ولا يجب أن يقتصر المحلل في هذا الشأن على دور الحكومة في التدخل فحسب ، إنما ينبغي عليه كذلك أن يولي اهتماماً لتحليل قدرة الحكومة علىهيئة مناخ وأرضية تسودها الثقة والتعاون مع غيرها من الحكومات . فالعلاقة القوية التي تربط بين دولة ما وغيرها من الدول لها تأثير على حجم السوق الأجنبي المتاح أمام صناعات تلك الدولة . ولعل ذلك يعطي تفسيراً للمسااعي التي تبذلها وزارة الخارجية من أجل عقد وإبرام اتفاقيات شراكة مع عديد الدول ² .

سادسا - العلاقة بين أسعار الاسهم والأرباح :

إذ ينبغي ألا يعتمد المستثمر فقط على تحليل العناصر السابقة ، بل عليه كذلك أن يدرس العلاقة بين سعر السهم والأرباح المتوقعة لهذا السهم ، فإذا كان سعر السهم مرتفعاً وغير مبرر بالأرباح ، فلا بد من دراسة الأسباب الحقيقية وراء هذا الارتفاع ، فإذا لم تتوفر الأسباب المنطقية من وراء ذلك ، فلا بد من بيعه على المكشوف . أما إذا كان سعر السهم أقل من المستوى الطبيعي ، فيتعين في هذه الحالة اتخاذ القرار بشراء هذا السهم ³ .

وعليه ، يستوجب في هذا السياق على المحلل ضرورة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة ، فإذا كان سعر السهم قد بلغ مستوى عال لا تبرره الأرباح المستقبلية ، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً ⁴ .

¹ طارق عبد العال حداد : 1998 ، مرجع سابق ، ص 51 - 57 .

² منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص 137 .

³ محمد صالح الخناوي ، 2012 ، مرجع سابق ، ص 114 - 115 .

⁴ محمد أحمد عبد النبي ، مرجع سابق ، ص 106 .

الفرع الرابع : أدوات تحليل ظروف الصناعة

من أكثر أدوات تحليل ظروف الصناعة شيوعاً تلك التي تعنى بتحليل دورة حياة الصناعة والتنبؤ بالطلب على منتجاتها ، إلى جانب التنبؤ بمعدل نمو ربحيتها .

أولاً - دور حياة الصناعة (Industry life cycle) :

يقصد بدورة حياة الصناعة تلك المراحل التي تمر بها الصناعة من مرحلة الظهور والنمو ، ومرحلة النضوج ، ومرحلة الاستقرار ، ومرحلة الضمور والزوال¹ . وبالتالي فهي تتمثل في دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة (Product life) ، وتعد هذه من أهم أدوات تحليل ظروف الصناعة . وبطبيعة الحال فإن تحليل يسعى من خلال تتبع دورة حياة الصناعة إلى تحديد المرحلة التي تنتمي لها كل صناعة² .

وفيما يلي نستعرض المراحل التي تمر بها دورة حياة الصناعة :

أ - مرحلة الظهور (Enfancy of introduction) :

يقصد بمرحلة الظهور ، ولادة منتج جديد أو صناعة جديدة ، وخلال هذه الفترة تكون المبيعات عند حدها الأدنى ، وذلك بسبب إما عدم التأكد بشأن المنتج ، أو ترقباً لإضفاء مزيد من التحسينات عليه ، وفي هذه المرحلة توجه جهود البحث والدراسة والتطوير لأجل تحسين المنتج ، أو لإحداث تنويع في مواصفاته ، كما توجه الصناعة إلى تعريف الجمهور بالمنتج الجديد ، وذلك عبر عدة وسائل من بينها الحملات الإعلانية³ . كذلك فإن الشركة أثناء هذه المرحلة تتحمل تكاليف تطوير منتجاتها . وعادة ما يكون التدفق النقدي سالباً ، إذ يجري إعادة استثمار النقد لتمويل النمو ، وغالباً ما يتم تخصيص موارد التمويل الخارجية للنمو المالي . ونظراً لعدم التأكد من مستقبل الصناعة والمنافسة القادمة ، فإنه من العسير تحديد الفائز في هذه المرحلة⁴ .

ب - مرحلة النمو السريع (Rapid growth) :

في هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج أو الخدمة ويرتفع الطلب بشكل كبير ، ونلاحظ بأن العدد المحدود من الشركات ضمن هذه الصناعة يواجه منافسة قليلة ، كما أن هوامش الربح تكون عالية جداً ، وهذا المستوى المرتفع للأرباح سوف يساعد في استقطاب عدد من المنافسين والوافدين الجدد . وفي ظل الصراع التنافسي التالي ، ستجد بعض الشركات نفسها مضطرة إلى الانسحاب من هذه الصناعة ، ومع مرور الوقت تعزز هذه الصناعة قدراتها الإنتاجية ، حيث أن هناك شركات تخرج من الصناعة ، وفي مقابل ذلك يسعى وافدون جدد إلى توفير وتلبية الطلب المتزايد ، ويؤدي النمو الكبير في المبيعات وهوامش الربح إلى ارتفاع كبير

¹ محمد عبد الحميد عطية : مرجع سابق ، ص . 126 .

² منير إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 138 .

³ المرجع السابق ، ص . 139 .

⁴ طارق عبد العال حماد ، 2002 ، مرجع سابق ، ص . 67 .

في الأرباح والتي يمكن أن تنمو متجاوزة نسبة 100 % سنويا نظرا للنمو السريع في حجم المبيعات ، وبالتبعية نمو الربح الصافي . إلى جانب ذلك ، تبرز بعض الشركات الرائدة المستقرة في صورة فائدة للصناعة سواء من حيث عروض المنتج أو من حيث نصيبها وحصتها في السوق ، فهذه الشركات ربما تولي اهتماما أكبر للأهداف الاستثمارية لو لم تكن أسهمها مرتفعة السعر ، ولذلك فلربما تدفع توزيعات أرباح نقدية منخفضة قصد احتجاز الحصة الأكبر من هذه الأرباح لتحقيق غرض النمو¹.

ج- مرحلة النضج (Maturity) :

تبدأ هذه المرحلة مع نهاية سنوات النمو السريع ، حيث يكون السوق قد تشبع تماما أو يوشك على التشبع ، ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى أقل من مستوى نمو الدخل الوطني ، ويصير النمو في المستقبل يتوقف على وقائع معينة كالنمو الإيجابي في أذواق وتفضيلات المستهلكين ، أو لنجاح الصناعة في اختراق أسواق جديدة . وتتميز هذه المرحلة أيضا باحتدام ونيرة المنافسة السعرية ، مما يفضي إلى تقصص هامش الربح ، وإن ظل حجم الأرباح في نمو مضطرد ولكن بمعدل أقل مما كان عليه خلال الفترة السابقة .

ويتاح للصناعة في مرحلة الظهور قدرا لا بأس به من السيولة ، التي عادة ما يستخدم جزء منها في إجراء توزيعات نقدية ، أو في سداد القروض التي سبق أن حصلت عليها الصناعة في مرحلة النمو السريع².

د- مرحلة الاستقرار ونضج السوق :

وخلال هذه المرحلة (ربما تكون أطول مرحلة) ، يصل معدل نمو الصناعة إلى معدل النمو للاقتصاد الكلي أو للقطاع الاقتصادي الذي تنسب إليه هذه الصناعة ، ويتشبع السوق بمنتجات هذه الصناعة ، كما أنه يصير بإمكان المستثمرين تقدير النمو بسهولة كون المبيعات ترتبط بشكل كبير بتطور الاقتصاد . وبالرغم من أن المبيعات تنمو بالتوازي مع نمو الاقتصاد ، إلا أن نمو الأرباح يتباين بنهاية الصناعة . كما أن الشركات ضمن الصناعة الواحدة تختلف نظرا لاختلاف القدرات الإدارية والرقابة على التكاليف وهوامش الربح المحققة ، وكذا معدلات العائد على رأس المال (مثل العائد على حق الملكية) . إلى جانب ذلك ، تتعادل معدلات العائد مع المستويات التنافسية الأخرى ، ومن الممكن أن تنخفض . كذلك يتم إجراء توزيعات أرباح الأسهم لأن الشركات في هذه الصناعة قد تواجه صعوبة في إيجاد فرص من أجل إعادة الاستثمار³.

هـ- مرحلة الضمور :

يسجل نمو مبيعات الصناعة في هذه المرحلة تراجعاً ملحوظاً بسبب التغير في حجم الطلب أو نتيجة لنمو البدائل. وتتواصل الضغوط على هامش الربح ، كما أن بعض الشركات تحقق أرباحاً منخفضة في مقابل تحقيق البعض الآخر لخسائر . وفيما يخص الشركات التي تحافظ على ربحيتها ، فهي ربما تبدي معدلات جد منخفضة

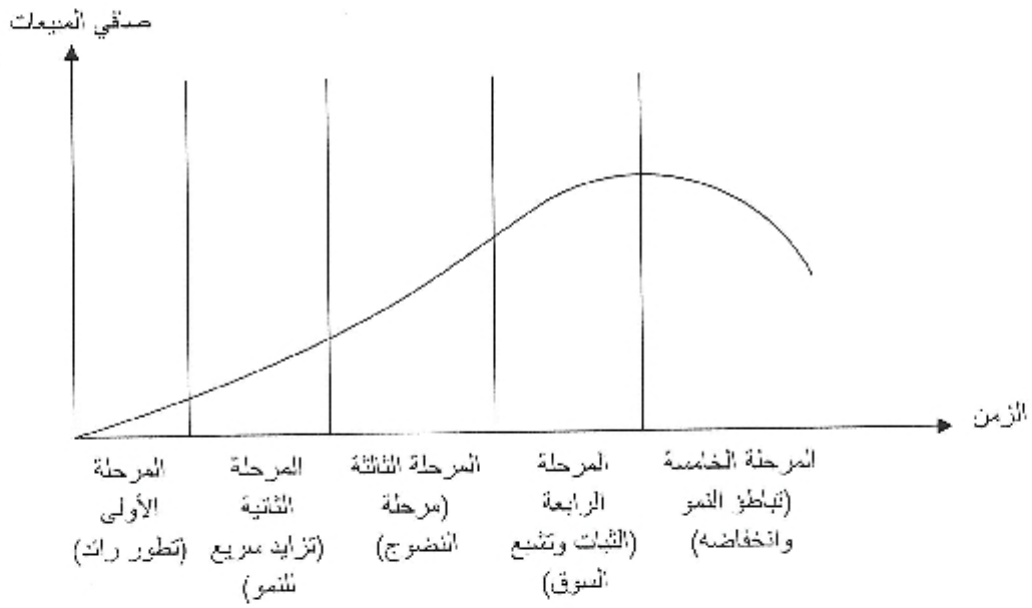
¹ المرجع السابق ، ص . 68 .

² منير إبراهيم حندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 140 .

³ طارق عبد العال حماد ، 2002 ، مرجع سابق ، ص . 69 .

من العائد على رأس المال ، بالإضافة إلى ذلك ، يشرح المستثمرون في التفكير في استخدامات بديلة لرأس المال المستثمر في هذه الصناعة : ومن أمثلة هذه المرحلة من دورة حياة الصناعة نجد أجهزة الحاسب الآلي الكبيرة¹ . ومن خلال الشكل الموالي يمكن إبراز مختلف مراحل دورة حياة الصناعة :

شكل رقم (2-5) : دورة حياة الصناعة



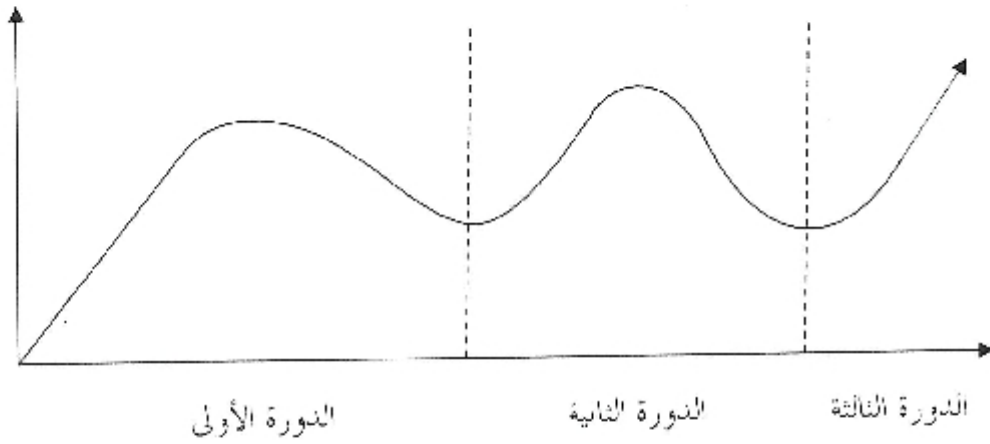
المصدر : محمد أحمد عبد النبي ، مرجع سابق ، ص . 107 .

ولا تعني دورة حياة الصناعة أن الصناعة تمر بتلك الدورة وبعدها تنتهي ، بل بإمكان هذه الأخيرة النهوض بعد أي مرحلة من المراحل سابقة الذكر ، فمثلا عن طريق الابتكارات وعمليات التطوير التي يمكن إضافتها عليها في مرحلة ما ولتكن مرحلة النضوج ، إذ تتحول بعدها إلى دورة حياة جديدة تبدأ بالظهور أو النمو السريع ، وبذلك يمكن أن تستمر دورة حياة الصناعة دورة تلوي الأخرى ولا تتوقف الصناعة أو تنهار² . ويمكن إبراز ذلك من خلال الشكل أدناه :

¹ المرجع السابق ، ص . 69 .

² محمد عبد الحميد عطية : مرجع سابق ، ص . 129 .

شكل رقم (2-6) : تكرار دورة حياة الصناعة أكثر من مرة



المصدر : محمد عبد الحميد عطية ، مرجع سابق ، ص . 129 .

ثانيا - التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة :

وفي هذا الشأن تتركز عملية التنبؤ على تحليل مستوى الطلب الفعلي تجاه منتجات الصناعة ، وذلك بغية التعرف على العوامل التي تؤثر في هذا الطلب (المتغيرات المستقلة) ، حيث تعتبر هذه العملية الأساس الذي يقودنا إلى التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع) .

وهناك بعض الأساليب الشائعة للتنبؤ بالطلب وهي¹ :

- ✓ استخدام تحليل الانحدار البسيط ؛
- ✓ استخدام تحليل الانحدار المتعدد ؛
- ✓ استخدام المتوسط المرجح للأوزان المتعلقة بالطلب في السنوات الماضية ؛
- ✓ دراسة العلاقة التاريخية بين حجم المبيعات والعوامل المؤثرة عليه .

ثالثا - التنبؤ بمعدل نمو الربحية :

تتطلب هذه العملية في البداية توفر بيانات تاريخية بخصوص ربحية الصناعة ؛ وبعد ذلك يتم إجمالها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بصورة تمكن من تسهيل التنبؤ بما يبلغه معدل نمو الربحية مستقبلا . ويوجد في هذا الإطار مدخلان للأسلوب البياني هما : الشكل البياني الحسابي ، والشكل البياني نصف اللوغاريتمي² .

¹ محمد صالح الخناوي ، 2012 ، مرجع سابق ، ص . 111 ، 112 .

² منو إبراهيم هندي ، 2008 ، مرجع سابق ، ص . 142 .

المبحث الثالث : تحليل ظروف الشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في الأوراق المالية

يعتبر تحليل ظروف الشركة الخطوة الأخيرة من التحليل الأساسي ، إذ يبدأ هذا الأخير بتناول ظروف الاقتصاد الكلي ، ثم ينتقل إلى تحليل ظروف القطاع أو الصناعة ، وفي مرحلة هائية يتطرق إلى التحليل على مستوى الشركة ذاتها وذلك باستخدام القوائم والنسب المالية ، حيث يكمن الغرض من تحليل ظروف الشركة في تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية تمهيدا لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب .

المطلب الأول : اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الشركة

هناك عدد من الاعتبارات التي يجب أن نوليها أهمية كبيرة لدى القيام بتحليل ظروف الشركة ، وذلك من أجل التوصل إلى اتخاذ قرارات استثمارية ناجعة ، ومن أهم هذه الاعتبارات نورد ما يأتي ¹ :

الفرع الأول : التحليل التاريخي للمبيعات

تتمثل أبرز خطوة للتعرف على مستقبل الشركة في تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح ، إذ أن التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يعتمد عليه المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية للشركة ، بالإضافة إلى أن هذا التحليل للمبيعات والأرباح من شأنه أن يساهم في الوقوف على درجة استفادة الشركة من فترات الازدهار ، وكذا الوقوف على إمكانية مواجهتها لأوقات الكساد . فإذا أكدت المعطيات والمعلومات التاريخية على ضعف قدرة الشركة سواء في حالة الازدهار أو في حالة الكساد ، فلا يوجد في هذا الشأن ما يثبت افتراض قدرتها على ذلك مستقبلا . وعلاوة على ذلك ، ينبغي الانتباه جيدا لتقلبات النمو ، فكلما زادت درجة التقلب كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع مخاطر الاستثمار . إلى جانب ذلك ، يكون من الجدير إيلاء الإهتمام بخصوص نمو الأرباح وأيضا نمو المبيعات كون النمو السريع للمبيعات لا يكفل تحقيق أرباح عالية إذا لم تتوفر رقابة جيدة وفعالة على التكاليف من قبل إدارة الشركة .

الفرع الثاني : حجم الطلب على منتجات الشركة

من الضروري جدا في هذا الجانب على المحلل الأساسي الإحاطة بمختلف المعلومات حول منتجات الشركة ، إذ يستدعي عليه الأمر تتبع اتجاه المنتجات ، فهي تأخذ منحى متزايد أم تسجل انخفاضاً ، أو لم يطرأ عليها أي تغيير ، ومعرفة أيضا درجة كفاية الطاقة لمقابلة الطلبات ، فإذا كانت هذه الطاقة محدودة وغير كافية ، فمعنى ذلك ورود منتجات جدد ، مما قد يؤدي إلى ارتفاع كبير في العرض واشتداد المنافسة بين الشركات ، فيؤثر ذلك سلبا على ربحية الشركة ، وبالتالي على أسعار أسهمها .

¹ محمد أحمد عبد النبي ، مرجع سابق ، ص - ص 116-118 .

الفرع الثالث : ظروف المنافسة

من أجل معرفة أوضاع المنافسة في المستقبل ، فعلى الخلل أن يطرح السؤال على نفسه : عما إذا كان هناك موانع تقف في وجه الشركات الجديدة التي تنضم إلى الصناعة ، وهذه الموانع تتحدد من خلال بعض المزايا هي :

تميز منتجات الشركة : وفي هذا الإطار يكون من العسير على الشركة الجديدة التي تريد ولوج هذا المجال أن تباع المنتج الذي يقتضي أن يكون متميزا عن المنتج الأول .

المخاض التكاليف : ويشير ذلك إلى أن الشركة الجديدة المنافسة سوف يصعب عليها الخوض في هذه الصناعة ، حيث يميز تكاليفها الارتفاع في السنوات الأولى نظرا لحاجتها لمبالغ كبيرة من أجل توظيفها في الإعلان والدعاية .

وفي ظل هذه المزايا المذكورة وغيرها ، يكون باستطاعة الشركة تحقيق هوامش ربح أكبر مقارنة بأي شركة جديدة .

الفرع الرابع : طبيعة المنتج

لا يكون باستطاعة بعض الشركات أن تحقق عائدا ربحيا سوى من خلال الإنتاج الكبير ، ومثال ذلك صناعة السيارات . ففي مثل هذا النوع من الصناعات يجب أن يكون باستطاعة الشركة الجديدة انتزاع جزء من من الشركات القائمة يكون كاف لتشغيل المعدات عند مستوى يكفل تغطية التكاليف وبلوغ عوائد جيدة ، ويمكن تفسير ذلك بقلّة عدد الشركات ضمن هذا النوع من الصناعات ، إذ أنه من العسير على الشركة الجديدة الوافدة تهيئة الظروف التي تمكنها من البقاء والتواصل .

الفرع الخامس : تحليل العلاقة بين سعر السهم والربح المتوقع

ينبغي في هذا الشأن معرفة توافق سعر السهم مع الأرباح المتوقعة ، وذلك لدى اختيار سهم إحدى الشركات ، ففي حالة بلوغ سعر السهم مستوى مرتفع لا تبرره الأرباح المستقبلية للشركة ، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون غير صائب ، أما إذا كان سعر السهم أدنى من المستوى الذي ينبغي أن يكون عليه بالنظر إلى الأرباح المتوقع الحصول عليها ، فيكون القرار الاستثماري عندئذ غير سليم .

المطلب الثاني : أدوات تحليل ظروف الشركة

تعكس القيمة السوقية للورقة المالية بوضوح مواطن الضعف أو القوة لدى الشركة المصدرة لها سواء ما يتعلق بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو برمجيتها وتوازن مركزها المالي . ويعتبر تحليل القوائم المالية من أبرز أدوات تحليل المركز المالي للشركة .

الفرع الأول : القوائم المالية الأساسية

تتوزع الشركات بإعداد أربعة أنواع من القوائم المالية الأساسية كما يلي¹ :

قائمة المركز المالي ، قائمة الدخل ، قائمة التدفقات النقدية .

وتنتج هذه القوائم المالية من أنشطة التمويل والاستثمار والتشغيل ، كما أنها تتخذ كأساس في تحديد مدى نجاح استراتيجية الشركة .

أولاً - قائمة المركز المالي :

تتضمن الميزانية أو قائمة المركز المالي حوصلة موارد الشركة (الأصول) ، ومصادر تمويل تلك الموارد (الخصوم وحق الملكية) ، وذلك في تاريخ معين .

وتبين الأصول نتائج قرارات الاستثمار السابقة ، بينما تبين الخصوم وحق الملكية نتائج قرارات التمويل السابقة ، وقد استمدت الميزانية اسمها من حقيقة مفادها أن طرفيها دائماً متساويين حيث :

$$\text{الأصول} = \text{الخصوم} + \text{حق الملكية}$$

*الأصول : تعرف الأصول بأنها منافع اقتصادية مستقبلية ومحتملة تحصل عليها الشركة أو تسيطر عليها نتيجة لعمليات أو أحداث سابقة ، وهذه الصورة فإن الأصول تتضمن ثلاث خصائص هي :

- تتضمن منافع اقتصادية مستقبلية محتملة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر ؛ وتمثل تلك المنافع تدفقات نقدية داخلية ؛

- تخص الشركة ؛

- حصلت الشركة على هذه المنافع نتيجة لعمليات أو أحداث تمت في فترات سابقة .

*الخصوم : وتمثل حقوق الغير تجاه الشركة .

*حق الملكية : ويقاس ملكية المستثمرين في الشركة ، والتي قد تأخذ شكلاً مباشراً من خلال قيام المستثمرين بالمشاركة في شراء أسهم الشركة ، أو تأخذ شكلاً غير مباشر من خلال الأرباح المحتجزة .

وتجدر الإشارة إلى أن أصول الشركة في أي وقت تساوي دائماً مجموع الخصوم وحق الملكية .

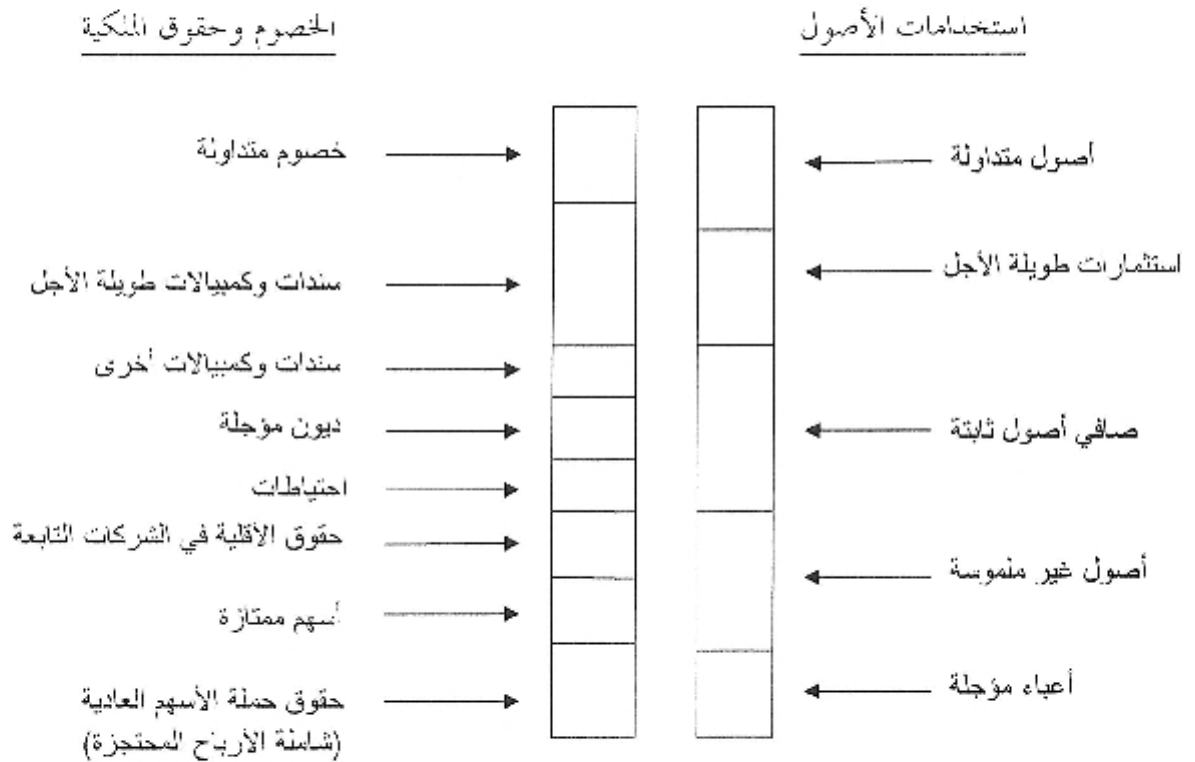
وبعبارة أخرى ، فإن كل مورد من الأموال له مصدر من الأموال .

كما يجب على الشركة أن تحقق التوازن بين الجانبين . ويمكن توضيح إمكانية تحقيق هذا التوازن من خلال

الشكل التالي :

¹ طارق عبد العال حماد : دليل المستثمر في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 ، ص ص . 83 - 85 .

شكل رقم (2-7) : موارد الشركة ومصادر تمويلها



المصدر : طارق عبد العال حماد ، 1998 ، دليل المستثمر في البورصة ، ص . 85 .

ثانيا - قائمة الدخل :

توضح هذه القائمة الإيرادات والنفقات وكذا صافي ربح أو خسارة الشركة خلال مدة معينة ، وتتضمن البنود الآتية :

- ✓ الإيرادات أو المبيعات ؛
- ✓ تكلفة الحصول على الإيرادات أو تكلفة الحصول على المبيعات ؛
- ✓ تكلفة التمويل ؛
- ✓ نصيب الشركة من أرباح وخسائر الشركات الشقيقة والمشاريع المشتركة التي تتم الحاسبة فيها باستخدام طريقة حقوق الملكية ؛
- ✓ ضرائب الدخل ؛
- ✓ الربح أو الخسارة من الأنشطة العادية ؛

- ✓ الربح أو الخسارة من الأنشطة غير العادية ؛
- ✓ نصيب الأقلية من أرباح أو خسائر الشركة ؛
- ✓ صافي ربح أو خسارة الفترة ؛
- ✓ كافة المصاريف المتعلقة بنشاط الشركة من احتلاك، مصاريف البيع والتوزيع، والمصاريف الإدارية وغير ذلك ¹.

ثالثا - قائمة التدفقات النقدية :

تعتبر عملية تحليل قائمة التدفق النقدي الأداة الأساسية لتقدير صلاحية الاستثمار ؛ حتى أن بعض دراسات المستوى المالية تكفي بإعدادها على أن تتضمن التكاليف الاستثمارية والإيرادات والتدفقات مع إغفال إعداد الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر المتوقعة للاستثمار . غير أن هذا التبريد يتجاهل معرفة مصادر الأموال واستخداماتها بشكل مهني ، أي لا يشير إلى دور الأنشطة المختلفة بالاستثمار في توليد النقد ، لذا يكون من الأفضل التقيد بالأسلوب المحاسبي المعني بعرض القوائم المالية . إلا أن قائمة التدفق النقدي إلى جانب القوائم الأخرى تساعد على معرفة التغيرات على صافي أصول الاستثمار ، وكذا على تغيرات الهيكل المالي ، بالإضافة إلى تقييم أداء الشركة وقيمتها السوقية واتجاهات سعرها من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية . فضلا عن ذلك : فإن هذه القائمة تقدم مؤشرات هامة فيما يتعلق باتجاهات الربحية والسيولة .

وبالتالي فإن الغرض الأساسي من إعداد قائمة التدفق النقدي هو توضيح المقبوضات والمدفوعات النقدية للشركة خلال الفترة المحاسبية ، وتمثل النقدية وما في حكمها في الأموال النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل وسندات الخزنة ، أي تلك الأدوات المالية القابلة للتحويل إلى نقدية بسرعة . أما الغرض الثاني لإعداد قائمة التدفق النقدي فيكمن في تبيان المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية عن الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة خلال فترة زمنية ².

الفرع الثاني : التحليل باستخدام النسب المالية

أولا - أهمية النسب المالية :

يولي المحللون أهمية بالغة للنسب المالية ، والتي تستخدم في تحليل ظروف الشركة ، حيث تكمن هذه الأهمية فيما يلي :

- ✓ تحديد مدى قدرة الشركات على مواجهة الإلتزامات الجارية ؛
- ✓ قياس درجة نمو الشركة والكشف عن مواطن الضعف والقوة ؛
- ✓ توفير البيانات والمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإعداد الميزانيات التقديرية ؛
- ✓ قياس الفعالية الكمية للشركة ومستوى أدائها ؛

¹ محمد عبد الحميد عطية : مرجع سابق ، ص . 136 ، 137 .

² محمد إبراهيم عبد الرحيم : اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، مؤسسة شباب الجامعة : الإسكندرية ، 2008 : ص 102-165 .

- ✓ قياس الفعالية التي تحصل عليها الشركة باستغلالها لمختلف موجوداتها لتحقيق الربحية .
 - ولبلوغ هذه النقاط ينبغي أن يتوفر بالنسب المالية ما يأتي :
 - أن تكون النسب المالية قادرة على كشف وقياس مراكز الضعف والقوة ؛
 - أن تكون النسب المالية ذات دلالات واضحة يمكن من خلالها المقارنة بالنسب المالية السابقة أو بالمتوسط العام للنسب المالية في صناعة ما .
 - وعلاوة على ذلك ، تكتسي النسب المالية أهمية كبيرة من وجهة نظر مستخدمي البيانات المالية ؛ إذ تتفاوت هذه الأهمية حسب الغرض من استخدام النسبة :
 - ✓ فمن وجهة نظر المقرضين ، تبرز الأهمية من خلال استخدامهم للنسب المالية وهي على الترتيب : نسب النشاط ؛ ثم نسب السيولة ، ثم نسب الربحية .
 - ✓ أما من وجهة نظر المستثمرين ، فتظهر أهمية النسب المالية من حيث إيلائهم أولوية قصوى لنسب الربحية على حساب غيرها ، ثم نسب القيمة السوقية ، ثم نسب السيولة .
 - ✓ ومن وجهة نظر المحللين الماليين تنضح الأهمية عبر اهتمام هذه الفئة اهتماما أقصى بنسب الربحية على حساب غيرها ، ثم نسب النشاط ، ثم نسب السيولة¹ .
- ثانيا - النسب المالية الأساسية :

تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية، ويتضمن تحليل النسب المالية قياس ومقارنة النسب التي يتم اشتقاقها من المعلومات المتوفرة ضمن القوائم المالية للشركات.

أ/ نسب السيولة (Liquidity ratios) :

السيولة هي مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الجارية في تواريخ استحقاقها، وتعبر السيولة عن قدرة الشركة على تحويل أصولها المتداولة إلى نقود. وللسيولة بعدان، الأول يتمثل في الوقت اللازم لتحويل الأصل إلى نقود، والبعد الثاني يتمثل في إمكانية تحقيق القيمة الفعلية من تحويل الأصل إلى نقود . وعند احتساب هذه المؤشرات ينبغي الأخذ في الحسبان ما يلي :

- ✓ الأصول المتداولة المستخدمة في حساب هذه المؤشرات هي التي تتحول إلى نقدية خلال السنة المالية فقط ؛
- ✓ تخصم المخصصات المكونة لمواجهة النقص المتوقع في قيم الأصول المتداولة؛ أي يستخدم صافي الأصول المتداولة؛
- ✓ الخصوم المتداولة المستخدمة في حساب هذه المؤشرات هي الالتزامات التي يحل ميعاد سدادها خلال السنة المالية، ويعني ذلك أن هناك بعض الخصوم المتداولة بطبيعتها وفقا للعرف المحاسبي مثل أوراق الدفع، ولكنها تستبعد من حساب هذا المؤشر إذا كانت تستحق الدفع خلال فترة تتجاوز السنة المالية، بينما توجد هناك

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، طبعة أولى، دار الجاد للنشر والتوزيع، عمان، 2010 ، ص ص . 54-56 .

خصوم ثابتة أو التزامات طويلة الأجل، غير أنها تضم في حساب الخصوم المتداولة إذا ما كان ميعاد سدادها يحل أثناء السنة المالية.

وفيما يلي أهم المؤشرات التي يمكن استخدامها لقياس قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل¹:

❖ نسبة التداول (Current ratios) :

تعتبر هذه النسبة من المؤشرات التقليدية في التحليل المالي، والتي تستخدم منذ فترة طويلة لقياس السيولة قصيرة الأجل، كونها تبرز مدى إمكان الوفاء بالقروض قصيرة الأجل من الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية في مدة زمنية تتوافق مع آجال القروض. وتحسب هذه النسبة وفق الصيغة التالية :

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

ويرى خبراء التحليل المالي أنه إذا كان معدل التداول 2 : 1 أو 200%، فإنه يكون مقبولا لحماية الدائنين ، والسبب في الإصرار على أن الأصول المتداولة يجب أن تكون ضعف الخصوم المتداولة هو أن القيمة الدفترية للأصول غالبا ما تنخفض إلى 50% عند التصفية على فرض أنه ليس هناك ديون طويلة الأجل. كذلك فإن نسبة التداول المعيارية تتباين من فرع نشاط إلى فرع آخر، وتباين أيضا من شركة لأخرى، ومن فترة لأخرى بالشركة.

❖ نسبة السيولة السريعة (Quick ratios) :

وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة على سداد التزاماتها باستخدام الأصول سهلة التحويل إلى نقدية: واستبعاد تلك الأصول التي يصعب تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة نسبيا. ولقد جرى العرف على اعتبار نسبة 100% أو 1 : 1 نسبة مرضية وملائمة بشكل عام على أساس أن كل دينار من الخصوم المتداولة يقابله ويغطيه دينار من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة نسبيا لسداد ما يستحق من التزامات.

¹ محمد، سعيد، عهد افادي ، الإدارة المالية : طبعه أولى ، دار الجامد للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 ، ص ص . 157-159 .

ويمكن استخراج نسبة السيولة السريعة وفق العلاقة التالية :

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون السلعي}}{\text{الخصوم المتداولة}} \times 100$$

❖ صافي رأس المال العامل :

ويعبر عن مدى هامش الربح المتاح لديون قصيرة الأجل، وعلى قدرة المشروع على تمويل عملياته الجارية حيث :

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الموجودات المتداولة} - \text{المطلوبات المتداولة}$$

فالموجودات المتداولة تشمل البضاعة، الأوراق المالية، أوراق القبض، المدينين، الصندوق، البنك، المدفوعات المقدمة .

أما المطلوبات المتداولة فهي تشمل الدائنين، أوراق الدفع، البنك/سحب على المكشوف، الضرائب، المستحقات، أرباح المساهمين¹.

❖ نسبة النقدية (سرعة السداد) :

وهي نسبة تقيس قدرة النقدية المتاحة لدى الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، وتعني هذه النسبة بالنقدية أو ما في حكمها كأوراق مالية، ومن خلالها يمكن معرفة مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على أرصدها النقدية واستثماراتها المالية دون الاضطرار إلى بيع بعض الأصول المتداولة الأخرى تجنباً للعسر المالي .
وتحسب هذه النسبة وفق الصيغة الآتية²:

$$\text{نسبة النقدية (السداد السريع)} = \frac{\text{أرصدة النقدية وما في حكمها}}{\text{إجمالي الالتزامات المتداولة}} \times 100$$

¹ عبد الحليم كراجة وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي (أسس-مفاهيم-تطبيقات) ، طبعة ثانية ، دار مدراء النشر والتوزيع ، عمان ، 2006 ، ص . 194 .

² محمد عبد الحميد عطية ، مرجع سابق ، ص . 190 .

وعليه، يمكن القول بأن الزيادة بنسب السيولة له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة بنسب السيولة ترفع من التفاؤل بخصوص المستقبل، مما يرفع من حركة التعامل بالأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها وزيادة عوائدها¹.

ب- نسب النشاط :

وتقيس هذه النسب مدى فاعلية الشركة في استخدام الموارد المتاحة، ومدى نجاح الإدارة في الاستخدام الفعّال لتلك الأموال، كما توضح درجة التوازن الموجود بين الأصول المستغلة والإيرادات المتولدة عنها.

❖ معدل دوران المخزون (Inventory turnover) :

هذا المعدل يقيس عدد مرات تحول المخزون إلى مبيعات خلال السنة، إضافة إلى قياسه كفاءة الإدارة في الرقابة على المخزون ومدى سرعة تحوله إلى نقدية، حيث كلما زاد معدل دوران المخزون كلما دل ذلك على سرعة تحول المخزون إلى نقدية، ويحسب هذا المعدل على النحو الآتي :

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المخزون}}$$

ونظرا لكون المخزون عادة ما يرتبط بالتكلفة، فإنه يفضل استخدام تكلفة المبيعات بدلا من المبيعات، كما أنه يفضل استخدام متوسط المخزون بدلا من مخزون آخر المدة، مما يسمح بتلافي أثر التقلبات الموسمية على المخزون².

وعليه يصبح :

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}}$$

$$\text{حيث :} \quad \text{متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة} + \text{مخزون آخر المدة}}{2}$$

¹ محمد محمود الخطيب ، مرجع سابق ، ص . 34 .

² كمال الدين الشبراوي ، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ، دار الجامعة ، الإسكندرية ، 2004 : ص . 209 .

❖ معدل دوران المدينين وأوراق القبض :

ويهدف هذا المعدل إلى تقييم قدرة الشركة في إدارة المبيعات الآجلة وأوراق القبض، وكذا تقييم نظام الائتمان الممنوح للعملاء. كما يقيس هذا المعدل مدى كفاءة الشركة فيما يخص عملية تحصيل المبيعات الآجلة للعملاء. وعليه فهو يحسب وفق الصيغة التالية¹:

$$\text{معدل دوران المدينين وأوراق القبض} = \frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{المدينين وأوراق القبض}}$$

❖ معدل دوران إجمالي الأصول (Total assets turnover) :

يحسب هذا المعدل كالآتي :

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وهذه النسبة تعكس أيضا كفاءة الإدارة في استخدام الأصول أو الاستثمارات قصد تحقيق قدر كبير من المبيعات، لذا فكلما زاد المعدل دل ذلك على كفاءة الإدارة في استخدام الأصول ، وكلما دل أيضا على زيادة عدد مرات تحقيق العائد على الأصول خلال السنة².

مما تقدم في هذا الصدد، فإن زيادة نسب النشاط تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية، وكذا ارتفاع عوائدها . بعبارة أخرى فإن زيادة نسب النشاط تسهم في زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابا على أسعار الأسهم والعائد (علاقة طردية)³.

ج - نسب الربحية :

تعبر هذه النسب عن نتائج القرارات والسياسات التي تم اتخاذها، وتعطي إجابات نهائية عن مدى كفاءة الإدارة في تحقيق الأهداف المخططة والمسطرة، أو تمكنها من ذلك.

❖ هامش مجمل الربح (Gross profit margins) :

وهي تبرز مدى كفاءة إدارة المؤسسة لاستخدامات الموارد والعمالة في العملية الانتاجية حيث :

$$\text{إجمالي هامش الربح} = \frac{\text{المبيعات - تكلفة السلع المباعة}}{\text{المبيعات}}$$

¹ محمد عبد الحميد عطية ، مرجع سابق ، ص . 209 . 210 .

² كمال الدين الدهراوي ، مرجع سابق ، ص . 211 .

³ محمد محمود الخطيب ، مرجع سابق ، ص . 34 .

وحيثما تزداد تكاليف العمالة والمواد بسرعة، فمن المحتمل تخفيض هوامش إجمالي الربح ما لم تستطع المؤسسة تمرير هذه التكاليف إلى عملائها في شكل أسعار أعلى.

وكأسلوب لمعرفة عما إذا كانت هذه التكاليف خرجت عن مسارها، هو مقارنة الهوامش مع مثيلتها في شركات مشابهة. فإذا كانت هذه الهوامش أعلى، فعلى المؤسسة أن تتحقق من أنها يجب أن تتخذ إجراء لاختساب مراقبة تكاليف أحسن على العمالة والمواد¹.

❖ نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات :

وتبرز هذه النسبة مدى قدرة الشركة على تخفيض سعر بيع الوحدة بالمستوى الذي يمكن من تغطية جميع التكاليف والنفقات الثابتة والمتغيرة دون أن تكبد الشركة أي خسائر. ومن خلال النسبة المذكورة، يمكن الوقوف على درجة نجاح أو فشل الشركة في إدارة مصروفاتها ونفقاتها المختلفة. ويمكن حساب هذه النسبة بالعلاقة التالية²:

$$\text{نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

❖ العائد على حقوق المساهمين (Return on equity ratios) : صافي المبيعات

وهو مقياس لمعدل العائد للمساهمين. ويخلط الأوراق المالية وكذلك المستثمرون يولون اهتماما خاصا بهذه النسبة، فكلما ارتفع العائد كلما زادت جاذبية السهم. وهذه النسبة هي طريقة لتثمين الربحية ومعدل العائد للمؤسسة الذي يمكن أن يقارن بمثيله من أسهم الشركات الأخرى³.

$$\text{العائد على حقوق المساهمين (ROE)} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الضرائب}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

❖ نسبة العائد على الاستثمار (Return on investment) :

والهدف من هذه النسبة قياس التأثيرات المشتركة لهوامش الربح وإجمالي دوران الأصول.

$$\text{نسبة العائد على الاستثمار (ROI)} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

¹ جلال إبراهيم، التحليل المالي في الأعمال التجارية، الموسوعة الاقتصادية الإدارية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص. 166. 167.

² محمد عبد الحسيد عطية، مرجع سابق، ص. 197.

³ جلال إبراهيم، مرجع سابق، ص. 168.

والغرض من هذه المعادلة هو مقارنة الطريقة التي تولد بها المؤسسة الأرباح، والطريقة التي تستخدم بها أصولها لتوليد مبيعات . فإذا استخدمت الأصول بكفاءة ، فإن الدخل ونسبة العائد على الاستثمار سيكون مرتفعاً ، وإلا سيكون منخفضاً¹.

ومن خلال تحليل نسب الربحية، ينبغي أن الربح الملائم أمر مهم جداً للمحافظة على القيمة السوقية لحصة أسهم الشركة أو زيادتها، حيث يحيل المستثمر إلى التخلص من أسهم الشركات التي لا تحقق أرباحاً مقارنة بالشركات المنافسة ، والتي تعمل في نفس القطاع ونفس الظروف ، وبالتالي تنخفض قيمة أسهم الشركة في السوق المالية، فتكون الشركة بذلك قد فشلت في تحقيق هذه الربحية².

د - نسب المديونية (Leverage ratios) :

وهي مجموعة نسب لقياس كفاءة الأموال المستثمرة والتعرف على هيكلية مصادر التمويل (مساهمين واقتراض) وإدارتها . وبما أن رأس المال المستثمر يتم توزيعه في الأصول للعمليات التشغيلية ، وعليه فإن هذه النسب تتعامل بصورة مباشرة مع مكونات الأصول المستثمرة ومصادر التمويل على النحو التالي³ :

❖ نسبة المديونية (Debt ratios) :

حيث أن :

$$\text{نسبة الديون طويلة الأجل} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية والالتزامات}} \times 100$$

وتوضح هذه النسبة إلى أي مدى تعتمد الشركة على الديون طويلة الأجل ضمن هيكلها التمويلي، وتشير الأصول المستثمرة أو الديون طويلة الأجل وحقوق المساهمين إلى مفهوم الرسملة (Capitalization) .

❖ نسبة المديونية إلى حقوق الملكية (Debt- equity ratio) :

تقيس هذه النسبة المتاجرة بالدين (Gearing ratio) لمعرفة حجم الاعتماد على الاقتراض من المؤسسات المالية لتدبير المصادر المالية، وكنسب معيارية 1 إلى 1 ، ولكن تتباين من الناحية العملية حسب طبيعة النشاط ، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة المديونية إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق المساهمين (حقوق الملكية)}} \times 100$$

¹ المرجع السابق ، ص - 169 .

² محمد محمود الخطيب ، مرجع سابق ، ص - 34 .

³ محمد إبراهيم عبد الرحيم ، مرجع سابق ، ص - 145 ، 146 .

❖ نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول :

وتستخدم هذه النسبة لحساب نسبة الأصول التي جرى تمويلها عن طريق الديون، وهي تقيس نسبة تمويل الأصول بالاعتماد على التمويل الخارجي "القروض"، ويمكن حساب هذه النسبة باستخدام العلاقة التالية¹ :

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول} = 100 \times \frac{\text{إجمالي الالتزامات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

❖ نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول :

تقيس هذه النسبة مساهمة حقوق الملكية في الأصول المملوكة للشركة، وتحسب وفق المعادلة الآتية² :

$$\text{نسبة المديونية إلى حقوق الملكية} = 100 \times \frac{\text{إجمالي حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وتجدر الإشارة في هذا الشأن أن الزيادة في نسب المديونية قد تفضي إلى ارتفاع أسعار الأسهم أو انخفاضها، أي أن الشركة في حالة تحقيقها لأرباح تتجاوز تكلفة المديونية ممثلة بالفوائد، فإن العائد على حقوق الملكية (ربحية السهم الواحد) سوف ترتفع، والعكس صحيح عند عدم تحقيق الربح . وعليه فزيادة نسبة الدين الخارجي لدى الشركة يدفع هذه الأخيرة إلى اللجوء للاعتماد على الأرباح المتحققة ، مما يقلص من مقدار التوزيعات النقدية نظرا لصعوبة حصول الشركة على التمويل الخارجي ، فتتخفف بالتالي أسعار الأسهم³.

¹ محمد عبد الحميد عطية ، مرجع سابق ، ص . 218 .

² المرجع السابق ، ص . 226 .

³ محمد محمود الخطيب ، مرجع سابق ، ص . 35 .

خلاصة الفصل :

انطلاقاً مما تطرقنا إليه ، تتضح لنا الأهمية البالغة لتحليل الأساسي مقارنة بالتحليل الفني ، إذ أن التحليل الأساسي لا يقتصر فقط على البيانات التاريخية عن أسعار الأوراق المالية ، بل يسمح لنا أيضاً بالتعرف على البيانات والمعلومات الحالية والمستقبلية ، وذلك كونه يعتمد على خطوات منهجية في التحليل تبدأ بدراسة الظروف الاقتصادية ، ثم ظروف القطاع ، ونخلص إلى بحث وتحليل ظروف الشركة وفق تدرج منطقي من أعلى إلى أسفل ، مما من شأنه أن يساهم في ترشيد القرار الاستثماري بناءً على مختلف مراحل التحليل ، ناهيك عن إسهام ذلك في تقييم البدائل الاستثمارية ، وإجراء المقارنة بين الشركات من حيث المركز المالي ، وبالتالي التمكن من المقاضلة بين البدائل الاستثمارية، واختيار من بينها ما يعتبر بديلاً أمثلاً يتوافق وأهداف المستثمر المرجوة ، مع مراعاة جانب العائد والمخاطرة .

الفصل الثالث

تقديم :

بعد أن تناولنا في الفصول السابقة الجوانب النظرية المتعلقة بدور التحليل الأساسي في ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية ، حيث أحطنا بمختلف العناصر الضرورية التي تخص الموضوع ، ارتأينا تخصيص هذا الفصل لجانب الدراسة العملية ، حيث سنحاول ضمن هذا السياق تسليط الضوء على بورصة "أوروونكست باريس" باعتبارها من أكبر أسواق الأوراق المالية في العالم ، ومن ثم الوقوف على أهم عنصر في الدراسة والمتمثل في التحليل الأساسي عبر جميع مراحله ، إذ سنركز أكثر على دراسة وتحليل المركز المالي لإحدى الشركات المتداول أسهمها ببورصة باريس ، وهي شركة "بيجو" و "رونو" ، معتمدين في ذلك على مجموعة من النسب المالية ، وهذا حتى يتسنى لنا وضع القرار الاستثماري المناسب الذي ينبغي اتخاذه من حيث المقاضنة بين هذين البديلين الاستثماريين .

المبحث الأول : تقديم عام لبورصة أورونكست باريس (Euronext Paris)

تعتبر بورصة "أورونكست باريس" من بين البورصات الأكثر نشاطا من حيث حجم التداولات في العالم ، وهي تتوفر على أدوات مالية متنوعة تسمح باستقطاب عدد كبير من المستثمرين الذين يرغبون في جني أرباح معتبرة .

المطلب الأول : نشأة وتطور بورصة أورونكست باريس

تم إنشاء بورصة "أورونكست باريس" على عدة مراحل . ففي البداية تشكلت هذه المجموعة من اندماج عدة بورصات أوروبية (أمستردام ، باريس ، بروكسل ، ولشبونة) وذلك ابتداء من 2000/09/22، ثم اندمجت مع البورصة الأمريكية (NYSE) ليصبح رمزها هو NYSE-EURONEXT ، وكان ذلك بتاريخ 2007/04/04 .

إن السوق المالية الفرنسية التي نعرفها اليوم هي سوق حديثة العهد نسبيا ، فإصلاح السوق للإشارة قد شرع فيه ابتداء من تاريخ 1988/01/22 بغرض مسايرة السوق الفرنسية للمعايير الدولية ، وذلك كي يتسنى ضمان انفتاحها وتطورها . وعلاوة على ذلك وفي إطار استكمال الإصلاحات ، جاء قانون عصنة النشاطات المالية الصادر بتاريخ 1996/07/02 والذي كان سريع التأثير ، إذ أسهم في تغيير التنظيم العام للسوق وكذلك القوانين الأساسية لمختلف الوسطاء . وبالنسبة ، قامت بورصة باريس بضم بورصات أخرى لتشكيل "أورونكست" .

في ذات الإطار ، فإن بورصة باريس ينبغي أن تضمن المساواة بين جميع المتدخلين من خلال تكريس عنصر انشافية ، كما أنها مطالبة بأن تكفل أمن التداولات ، وكذا تسهيل سيولة السوق . لذلك فبورصة باريس تركز على نظام ينطور بحيث يكون مرضيا سواء للمستثمرين أو للمصدرين . ومنذ عام 1986 ، أصبحت عمليات البورصة في السوق الفرنسية تقيّد ضمن نظام إدراج إلكتروني يشرف على تسييره "أورونكست NSC" ، كما أن البنية العامة للسوق تشكل من :

- أنظمة توجيه تربط بين الزبائن بجماعي الأوامر على مستوى السوق من جهة ، وبين الزبائن والتداولين وأيضا التداولين في النظام المركزي . وتحدد الإشارة في هذا الشأن إلى أنه يمكن حجز أمر معين سواء لدى متداول أو لدى جامع الأوامر أو من خلال الزبون نفسه الذي يحيل أوامره إلى وسيطه عبر الانترنت ؛

- نظام إدراج مركزي يضمن التنفيذ الآلي للأوامر ؛

- أنظمة نشر للمعلومة في الزمن الحقيقي مزودة بنظام الإدراج ؛

- أنظمة تسوية/تسليم عن طريق غرفة المفاصة مزودة بدورها بنظام الإدراج¹ .

¹ Erwan le Snout , op.cit , P.P. 147.148 .

المطلب الثاني : هيكل السوق المالية الفرنسية وكيفية تسوية المعاملات

صنفت سلطات السوق في فرنسا منذ فترة طويلة الأوراق المالية وفقا لعدة أسواق : السوق الأولية ، السوق الثانوية ، السوق الجديدة . ويجري تصنيف أسهم مختلف الشركات تبعا لحجمها وكذا حجم نشاطها . وقد شهدت بداية 2005 حدوث تغييرات أساسية بإضفاء تنظيم جديد على السوق المالية : حيث تعد هذه المستجدات أكثر وضوحا بالنسبة للمستثمر .

أولا : سوق أوروونكست (Marché Eurolist)

وهي عبارة عن قائمة موحدة تضم جميع الأوراق المالية المدرجة في بورصة باريس ، وهذه الأخيرة سواء كانت شركات متعددة الجنسيات أو شركات القطاع العائلي تستفيد من إطار تنظيمي متجانس ، وينوجب عليها في هذا الإطار الالتزام بنشر نتائجها على مستوى السوق .

إلى جانب ذلك ، فإنه كمي يتسنى لنا التمييز بين الشركات المختلفة ضمن " أوروونكست " ، أنشأت "أوروونكست - Euronext" معيارا تعريفيا وفقا لرملة الشركات ، وتتمثل الرملة في حجم السوق لشركة ما .

وعليه ، توجد هناك ثلاث مجموعات A ، B ، C حيث :

- الرقائق الزرقاء " Les blue chips " : أي الأوراق المالية التي تتجاوز 1 مليار أورو ، وتنتمي إلى "أوروونكست A" ؛

- الأوراق المالية المتوسطة : تتراوح بين 150 مليون أورو و 1 مليار أورو ، وهي تنتمي إلى "أوروونكست B" ؛

- الأوراق المالية الصغيرة : حيث رسمتها أقل من 150 مليون أورو ، وتنسب إلى "أوروونكست C" .

كما تجدر الإشارة إلى أن هذه القائمة الموحدة لا تضم إلا الأوراق المالية الفرنسية . ولجند إضافة إلى "أوروونكست" مجموعتان فرعتان ، إحداهما خاصة بشركات منطقة الأورو ، والأخرى خاصة بالشركات العالمية خارج منطقة الأورو ، والمدرجة في بورصة باريس .

ثانيا : السوق الجديدة " ألتارنكست - Alternext "

تأسست هذه السوق في 2005/05/17 ، وهي موجهة لاستقطاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (PME) ، وهذه السوق غير المنظمة تم إنشاؤها في إطار تطبيق التوجيهات الأوربية بخصوص أسواق الأدوات المالية . فقد جاءت سوق "ألتارنكست" لتقديم بديل للتداول لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في زيادة رؤوس الأموال في منطقة الأورو ، نظرا لوجود مؤسسات من بينها كانت راغبة في ولوج السوق المالية ، ولكنها لا تتوفر على الوسائل البشرية والمالية اللازمة والتي تتناسب مع متطلبات وشروط الدخول إلى السوق المنظمة . إلى جانب ذلك ، فإن الغرض من إنشاء هذا الفضاء يكمن في اقتراح واصمة بين السوق المنظمة ورأس مال الاستثمار .

في نفس السياق ، تستجيب سوق "ألتارنكست" لطلبات رؤوس أموال الاستثمار التي ترغب في الاستفادة من السوق المنظمة قصد تسهيل خروج بعض أنواع الأصول .

ثالثا : السوق الحرة

إلى جانب السوق المنظمة الكبيرة ، تتواجد سوق غير منظمة تتمثل في السوق الحرة ، هذه الأخيرة لم تتأثر بفعل إصلاحات سنة 2005 المهادفة إلى تجميع وتوحيد كل القيم داخل نفس السوق . وتشكل السوق الحرة غالبا من الشركات الصغيرة جدا ، مما يسمح لهذه الأخيرة بالتأقلم ضمن البورصة دون قيود كثيرة . مع العلم أن هذه المقصورة والتي لا تتمتع بنفس شروط الشفافية المتوفرة في "أوروليكست" تعاني من فقدان ثقة المستثمرين .

للإشارة ، فإن مؤسسات السوق الحرة غير مبحرة مثلا على نشر حساباتها كل ثلاثي أو كل سداسي ، وهي مطالبة فقط بنشرها سنويا¹.

رابعا : مقصورة القيم الملغاة

تتيح مقصورة القيم الملغاة لباريس تداول الأوراق المالية بعد إلغائها من الأسواق المنظمة . وبعد مرور ستة (06) أشهر من تاريخ شطبها ، يتم سحب هذه الأوراق من المقصورة ، ولا يمكن أن تكون محل تداول ضمن "أورونكست" .

خامسا : سوق السندات

إن أغلبية السندات في بورصة باريس هي مقيمة ضمن الأسواق الأولية (السندات الحكومية ، سندات الجماعات العمومية وسندات أكبر المصدرين الخواص) ، يضاف إليها السندات المصدرة من قبل الشركات الخاصة المقيمة في "أورونكست" .

وتنقسم السندات ضمن "أورونكست باريس" إلى (06) مجموعات مدرجة :

المجموعة رقم 40 : تضم سندات القطاع العمومي المدرجة باستمرار ؛

المجموعة رقم 41 : السندات الحكومية المدرجة باستمرار ؛

المجموعة رقم 42 : سندات القطاع الخاص المدرجة باستمرار ؛

المجموعة رقم 43 : السندات الحكومية المدرجة بتثبيت مزدوج ؛

المجموعة رقم 45 : سندات الخزينة (OAT) للخواص .

في ذات السياق ، تعد خطوة الدخول إلى سوق السندات عملية معقدة نسبيا لفئة الخواص ، إذ أنهم لن يتمكنوا من تداول السندات بسهولة مقارنة بالأسهم . وهذه الرضعية ينبغي أن تعرف التطور ، إذ في هذا الشأن ومنذ تاريخ 2006/01/02 صار متاحا أمام الخواص سوقا ثانوية لتداول سندات الخزينة ضمن المجموعة 45 المشار إليها أعلاه .

¹ http://www.abebourse.com/appendice/1_plusieurs_marches.html

سادسا : أسواق المشتقات المالية

تعتلي كافة أسواق المشتقات لـ "أورونكست" والمصطلح عليها تسمية "Euronext.LIFFE" مراتب متقدمة عالميا من حيث عدد العقود المتداولة . وهذه الأسواق تقدم للمستثمرين سلسلة كاملة من الأدوات المالية . ففي فرنسا كانت أغلبية الخيارات (Options) تدرج في سوق الخيارات المتداولة لباريس (MONEP)، في حين كانت تدرج العقود الآجلة على مستوى السوق الآجلة العالمية لفرنسا (MATIF) .

سابعا : سوق الصكوك

تعتبر هذه السوق ذلك القسم الذي يضم جميع الصكوك والشهادات بالإضافة إلى صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) المقيدة في بورصة باريس¹.

أما عن أنظمة الدفع المتعامل بها في البورصة فيتوفر منها اثنان هما²:

✦ نظام النقد هو القاعدة : حيث تجري عملية تسوية وتسليم الأوراق المالية في آن واحد . فضمن هذا النظام عندما تقرر شراء أسهم ، فإن عملية تسديدها تكون فورية وهي تقيد في الوقت ذاته في حساب الأوراق المالية الخاص بك .

✦ خدمة الدفع المؤجل (SRD) : وتسمح هذه الخدمة بالتداول لأجل ، بمعنى أن هناك اختلال بين وقت التداول (شراء أو بيع) وبين وقت تسديد أو تسليم الأوراق المالية . لذا فإنه بالإمكان شراء أسهم وتسديد قيمتها في نهاية الشهر ، كما أن هذا النظام هو شبيه بالائتمان .

المطلب الثالث : الهيئات المتدخلة في بورصة باريس

هناك العديد من الهيئات المكلفة بتنظيم سير الأسواق ومراقبتها وهي³:

أولا : شركة NYSE- EURONEXT

وتتمثل مهمة هذه الشركة في السهر والحرقص على السير الحسن لعملية تداول الأوراق المالية ، ويمكن في هذا الإطار أن تتدخل لوقف التداول لاسيما في حالة وجود مخالفات أو أحداث مماثلة يمكن أن ينتج عنها عمليات مضاربة غير مبررة . وفضلا عن ذلك فإن لشركة "NYSE-EURONEXT" مهمة أخرى تكمن في ضمان حساب وتسجيل مؤشرات البورصة (مثلا : كاك 40) ، بالإضافة إلى تعزيز والارتفاع بمكانة باريس في فرنسا وخارجها .

ثانيا : شركة MATIF SA

أسند هذه الشركة مهمة إنجاز عمليات المقاصة للسوق الآجلة العالمية لفرنسا (MATIF) .

¹ Erwan le Saout , op.cit , P.P. 151,152 .

² http://www.abcbourse.com/apprendre/1_plusieurs_marches.html

³ Erwan le Saout , op.cit , P.P. 173-176 .

ثالثا : سلطة الأسواق المالية (AMF)

أنشأت سنة 2003 ، وهي وليدة اندماج عدة هيئات تتمثل في : لجنة عمليات البورصة (COB) ، مجلس الأسواق المالية (CMF) ، وكذا مجلس التأديب للتسيير المالي (CDGF) ، فسلطة الأسواق المالية تمثل هيئة عمومية مستقلة تتولى مهام السهر على :

- حماية المدخرات المستثمرة في الأدوات المالية والتوظيفات الأخرى ؛
- تقديم المعلومات للمستثمرين ؛
- السير الحسن لأسواق الأدوات المالية ؛

وتتمحور الاختصاصات الأساسية لهذه السلطة في :

* العمليات والمعلومات المالية : حيث أن سلطة الأسواق المالية تنظم وتراقب جميع العمليات المالية التي تتعلق بالشركات المدرجة مثل عملية زيادة رأس المال . كما أنها تتحقق من أن الشركات قد نشرت في الوقت والساعة معلومة كاملة وذات جودة يتم إيصالها إلى كافة المتداولين في سوق الأوراق المالية بطريقة عادية (منصفة) .

* منتجات التوفير الجماعية : وفي هذا الشأن تقوم سلطة الأسواق المالية بالتحقق خصوصا من المعلومة الواردة ضمن النشرة المبسطة (Prospectus simplifié) لكن منتج التي ينبغي أن تقدم للزبون قبل الشروع في الاستثمار .

* الأسواق وبنيتها التحتية : في هذا الإطار تعمل سلطة الأسواق المالية على التعريف بمبادئ تنظيم وتسيير الأسواق ، وكذا نظام التسوية والتسليم . كما أنها تقوم بتوضيح قوانين غرف المقاصة، إلى جانب تحديد شروط ممارسة أعضائها لمهامهم ، وتتولى أيضا مراقبة الأسواق والمعاملات التي تجري على مستواها .

رابعا : لجنة مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار (CECEI)

هذه اللجنة تتولى اتخاذ القرارات أو قبول التراخيص أو التراخيص الاستثنائية الفردية المنصوص عليها ضمن الأحكام التشريعية والقانونية المطبقة على مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار باستثناء تلك التي تتضمنها اللجنة المصرفية. وتعمل اللجنة المذكورة يوميا على إعداد قائمة مؤسسات الائتمان وكذا قائمة مقدمي خدمات الاستثمار الناشطين في فرنسا وفي باقي الدول الأعضاء في المجموعة الأوروبية سواء كانت مؤسسات حرة أو في صورة تقديم خدمات لفائدة السلطات المختصة لأي دولة من هذه الدول الأعضاء .

خامسا : اللجنة الاستشارية الخاصة بالتشريع والتنظيم المالي (CCLF)

تنوب هذه اللجنة عن كل من لجنة التنظيم المصرفي والمالي (CRBF) ولجنة تنظيم المجلس الوطني للتأمينات (CNA) ، وهي تبدي رأيها عن طريق وزير الاقتصاد الفرنسي في كل مشروع قانون أو أمر كما ترفع مقترحاتها بشأن التنظيم أو التوجيه وذلك قبل إحالة على مجلس المجموعة الأوروبية للدراسة والمراجعة .

وفضلا عن ذلك فإن هذه اللجنة الاستشارية مخولة ببحث مختلف التساؤلات المتعلقة بقطاعات: التأمين، البنوك، وشركات الاستثمار، باستثناء النصوص التي تخص سلطة الأسواق المالية أو التي تدخل في اختصاصها.

سادسا : اللجنة المصرفية

إن اللجنة المصرفية مكلفة بمراقبة مدى احترام مؤسسات الائتمان وشركات الاستثمار للأحكام التشريعية والقانونية المطبقة عليها، وفرض عقوبات في حال تسجيل مخالفات. وهي علاوة على ذلك تسهر على استقرار وضعيتها المالية، بالإضافة إلى احترام قوانين حسن السلوك المرتبطة بالمهنة.

وتكمن المهمة الأساسية للجنة المصرفية في الحرص على تأمين ودائع الجمهور وبصورة عامة ودائع البنوك. ومن أجل تجسيد حماية هذه الودائع، فمن الضروري أن تخري عملية تسيير النظام المصرفي والمالي الفرنسي بطريقة حكيمة وتتسم بالخذر. إلى جانب ذلك فهذه اللجنة مخولة بالحرص على احترام الخاضعين لها للقوانين المتعلقة بمكافحة تبيض الأموال وتمويل الإرهاب.

المبحث الثاني : تحليل الظروف الاقتصادية وظروف القطاع وعلاقتها بحركة التداولات بسوق أوروونكست باريس .

باعتبار أن الظروف الاقتصادية الكلية وظروف القطاع تمثل أحد العوامل الرئيسية المؤثرة في حركة التداولات على مستوى سوق الأوراق المالية إلى جانب ظروف الشركة المرغوب الاستثمار في أسهمها : كان لابد من معرفة ظروف الاقتصاد الفرنسي وكذا مختلف قطاعاته .

المطلب الأول : تحليل ظروف الاقتصاد الفرنسي

سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل علاقة المؤشرات الاقتصادية الكلية بحركة التداولات على مستوى سوق "أوروونكست باريس" .

الفرع الأول : السياسة النقدية

عرف معدل نمو الكتلة النقدية M3 في "منطقة الأورو" انتعاشا طوال الفترة الممتدة بين النصف الثاني من سنة 2010 والثلاثي الأول من سنة 2011، حيث بلغ نسبة +1.5% نهاية 2011 مقتربا من المعدل الحقن عام 2010 (+1.7%). وكانت مساهمة فرنسا على المستوى الأوروبي تتجاوز نسبة +3% شاهدة تراجع ملحوظا مقارنة بالانتعاش القوي المسجل عام 2010 (+6.6%) ، كما سجل كذلك تراجع كبير في معدل نمو الكتلة النقدية M3 نهاية 2011 (+3.8%) وذلك مقارنة بنهاية 2010 (+7.2%). وشهد معدل نمو الكتلة النقدية M2 بدوره انخفاضا كبيرا ، إذ بلغ المعدل نهاية عام 2011 نسبة 3.5% مقابل 7.4% نهاية 2010 .

جدول رقم (3-1) : المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية في فرنسا ومنطقة الأورو

Principaux indicateurs monétaires et financiers en France et dans la zone euro				
glissement annuel de déc. à déc. en %				
	2008	2009 (r)	2010 (r)	2011
M1				
Zone euro ¹	3,5	12,2	4,4	1,7
France (contribution)	0,2	6,5	7,2	3,8
M2				
Zone euro ¹	8,4	1,6	2,3	1,8
France (contribution)	8,1	0,0	7,4	3,5
M3				
Zone euro ³	7,6	- 0,3	1,7	1,5
France (contribution)	5,3	- 4,1	6,6	3,0
Crédits au secteur privé				
Zone euro ¹	5,8	- 0,1	1,9	1,1
France ²	7,0	- 0,6	5,0	2,4

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

على صعيد آخر ، شهدت قيمة الودائع الجارية ارتفاعاً سواء فيما يتعلق بودائع الأسر أو وودائع الشركات غير المالية وذلك نهاية 2011 بما مجموعه 585.1 مليار أورو ، مقابل 555.1 مليار أورو نهاية 2010 ، كما سجل كذلك ارتفاع قيمة الودائع لأجل (أكثر من سنتين) حيث بلغت نهاية 2011 ما يساوي 483.7 مليار أورو مقابل 377 مليار أورو نهاية 2010 ، وعرفت الودائع لأجل (سنتين فأقل) بدورها تطوراً نهاية عام 2011 حيث بلغت ما قيمته 150.9 مليار أورو مقابل 133.4 مليار أورو نهاية 2010 .

جدول رقم (3-2) : تطور قيمة الودائع الجارية والودائع لأجل في فرنسا

Dépôts et dépôts à terme

encours fin de période en milliards d'euros

	2009	2010	2011
Dépôts à vue	513,7	555,1	585,1
dont : ménages	262,4	278,4	284,4
sociétés non financières	167,0	182,5	203,3
Comptes sur livret	501,1	518,8	559,3
dont : livrets A et bleus	183,4	193,5	214,7
livrets soumis à l'impôt	146,5	159,8	179,7
Dépôts à terme de 2 ans ou moins	131,3	133,4	150,9
Dépôts à terme de plus de 2 ans	362,4	377,0	483,7
dont ménages	241,4	248,0	259,0
dont plans d'épargne logement	173,8	182,3	186,6

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

وفيما يتعلق بمعدل الفائدة ، فقد شهد المتوسط السنوي له ارتفاعاً سواء بالنسبة للأجل القصير أو الأجل الطويل ، حيث بلغ متوسط معدل الفائدة للأجل القصير 1.38% سنة 2011 مقابل 0.75% سنة 2010 . ومن جهته بلغ متوسط معدل الفائدة للأجل الطويل 3.32% سنة 2011 مقابل 3.11% سنة 2010 .

جدول رقم (3-3) : تطور معدلات الفائدة في فرنسا

Taux d'intérêt à court et à long terme par pays taux moyen annuel en %			
	1999	2010	2011
France			
Court terme	2,93	0,75	1,38
Long terme	4,62	3,11	3,32
Zone euro			
Court terme	2,93	0,75	1,38
Long terme	4,66	3,79	4,31
Royaume-Uni			
Court terme	5,46	0,78	0,94
Long terme	5,06	3,53	3,01
États-Unis			
Court terme	5,37	0,50	0,43
Long terme	5,73	3,22	2,79
Japon			
Court terme	0,24	0,30	0,35
Long terme	1,75	1,18	1,12

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

الفرع الثاني : السياسة المالية

في عام 2011 ، بلغ معدل العبء الضريبي 43.9% من الناتج المحلي الإجمالي (PIB) مسجلا زيادة تقدر بـ 1.4 نقطة مقارنة بعام 2010 ، هذا الارتفاع يعود أساسا إلى تنفيذ التدابير الجبائية والاجتماعية الجديدة في تلك الفترة . وقد قدرت الزيادة في ظل التدابير المتخذة سابقا بـ 1.1 نقطة . في ذات السياق ، فقد نتج عن عدم تحديد الإعفاءات الضريبية (في إطار خطة التحفيز والمرور إلى نظام الإصلاح الدائم للرسم المهني) ، إيرادات إضافية قدرت بـ 6 مليار أورو ، وعلاوة على ذلك ، فإن التدابير التي تم تمريرها ضمن قانون المالية الأولي لعام 2011 قد ساهمت في ارتفاع قيمة الإيرادات خصوصا ما تعلق منها بالرسم على القيمة المضافة (TVA) على الاشتراكات الثلاثية "les abonnements triple play" (+1.1 مليار أورو من الإيرادات) . وفي سياق متصل ، فقد أسهمت الإجراءات المعلن عنها في أوت 2011 ، والتي وردت ضمن قانون المالية التعديلي في الرفع من إيرادات فرنسا لاسيما من جانب الضريبة على الشركات .

جدول رقم (3-4) : تطور العبء الضريبي في فرنسا بين 2010 و 2011

Prélèvements obligatoires des administrations publiques et des institutions européennes

	2010 (r)		2011	
	en Mds d'euros	en % du PIB	en Mds d'euros	en % du PIB
État	266,1	13,7	259,2	13,0
Impôts ¹	258,4	13,3	251,6	12,6
Cotisations sociales	7,7	0,4	7,6	0,4
ODAC	15,0	0,8	16,4	0,8
Administrations publiques locales	88,7	4,6	118,7	5,9
Administrations de sécurité sociale	449,7	23,2	477,1	23,9
Impôts	137,2	7,1	151,3	7,6
Cotisations sociales ²	312,5	16,1	325,8	16,3
Institutions de l'Union européenne	4,4	0,2	5,0	0,2
Total	823,9	42,5	876,3	43,9

1. Après transferts de recettes fiscales et nets des impôts dus non recouvrables.

2. Nettes des cotisations dues non recouvrables.

Source : insee, comptes nationaux - base 2005.

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

الفرع الثالث : التضخم

سجل التضخم بين نهاية 2010 ونهاية 2011 ارتفاعا متجاوزا نسبة 2% ليبلغ نسبة 2.5% أواخر 2011 . ويعود هذا الارتفاع أساسا إلى مجالي الطاقة والتغذية . في الوقت ذاته أخذ التضخم الأساسي (L'inflation sous-jacente) منحاً تصاعدياً ليشهد ارتفاعاً حاداً خلال 2011 بمعدل مماثل للمعدل المسجل سنة 2009 ، وذلك بنسبة 1.8% مقابل 0.6% سنة 2010 .

في نفس السياق ، وفي أعقاب ارتفاع أسعار النفط الخام خلال سنة 2011 ، واصلت أسعار المواد الطاقوية ارتفاعها (+9.3% سنة 2011) وخاصة فيما يتعلق بأسعار الوقود السائل (+17.4%) وكذا الوقود (+10.4%) . كما شهدت السنة ذاتها زيادة في أسعار الكهرباء (6.1%) والغاز (6%) .

وبالنسبة لقطاع التغذية ، فقد عرفت الأسعار كذلك ارتفاعاً بنسبة 3.3% ناتج أساساً عن زيادة أسعار المواد الأولية الغذائية ، والتي تترجم بصعود أسعار الين (+16.1%) ، الزيوت والسمن النباتي (+11.3%) وكذلك الدواجن (+7.3%) . إلى جانب ذلك سجلت أسعار المنتجات الطازجة من جهةها تراجعاً بنسبة 1.7% نظراً لانخفاض أسعار الخضار الطازجة (-8.9%) في سياق احتدام المنافسة ، في مقابل ارتفاع أسعار الفواكه الطازجة (+4%) .

وفيما يخص المنتجات المصنعة ، فقد عرفت هذه الأخيرة ارتفاعاً طفيفاً بنسبة 1% سنة 2011 ، ويرجع ذلك أيضاً إلى ارتفاع أسعار المواد الأولية . كما استمرت أسعار الساعات والمجوهرات والخلي بدورها في الصعود (+12.9%) .

على صعيد آخر: شهدت أسعار الخدمات بصورة إجمالية ارتفاعاً بنسبة 1.8% سنة 2011 ، حيث تم تسجيل أكبر ارتفاع للأسعار فيما يخص خدمات الإيواء في فترات العطل (+8.7%) ، وفي مقابل ذلك انخفضت أسعار خدمات الاتصالات السلكية واللاسلكية (-2.8%) . وسجل خلال ذات السنة زيادة في أسعار التبغ (+5.6%) .

وتجدر الإشارة إلى أن قياس التضخم في فرنسا يتم بناء على مؤشر الأسعار الخاص بالاستهلاك ، والذي بلغ +2.7% سنة 2011 (مقابل +2% سنة 2010) {أنظر الملحق رقم 1}.

الفرع الرابع : النمو الاقتصادي والإنتاجية

بعد التراجع المسجل سنة 2009 (-3.1%)، عاود النشاط الاقتصادي في فرنسا تطوره بنسبة 1.7% مقاساً بالمتوسط السنوي وهذا خلال سنة 2011 بنفس الوتيرة الملحوظة عام 2010 . وقد برز ذلك من خلال الطلب الداخلي النهائي خارج المخزون ، والذي ساهم في ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (PIB) — 0.9% بفضل الاستثمار ولاسيما استثمار المؤسسات غير المالية . كما سجل خلال سنة 2011 حركة قوية فيما يتعلق بتكوين مخزون المؤسسات ، وذلك بعد تصريف المخزون الملاحظ بوضوح في غضون الركود الذي حدث عام 2009 . إلى جانب ذلك ، ارتفع حجم المبادلات الخارجية ولكن بوتيرة أقل من المسجلة عام

جدول رقم (3-5) : تطور النمو والانتاجية في فرنسا

[illegible]

Downloaded from <http://ajphaphysiol.phapublications.org/> at UNIV OF CALIF SAN DIEGO on June 10, 2015

	1990	2000	2010 (a)	2011
Hébergement des salariés	57,7	56,1	29,3	29,7
Salariés en famille ou en couple	2,9	1,1	0,6	0,6
Salariés, jeunes de moins de 30 ans	15,0	15,2	2,5	15,2
Jeunes de 18 à 29 ans	2,9	4,7	4,7	4,9
Salariés et chômeurs de moins de 30 ans	1,1	1,0	1,0	1,3
Chômeurs et étudiants de moins de 30 ans	38,3	30,4	20,7	20,6
Hébergement de la population	6,3	7,0	6,8	6,3
Valeur ajoutée brute	924,0	1 009,4	1 241,5	1 282,9

Source: <http://www.census.gov/hhes/indicators/indicators.html>; David SOKAL

Principaux produits agricoles	2008 (1)	2009 (2)	2010 (3)	2011 (4)
Agriculture, sylviculture et pêche	9,7	9,7	7,7	7,8
Ind. manufacturière, ind. extractives et autres	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Amérique latine	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Asie et Océanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Europe et Afrique	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Australie et Nouvelle-Zélande	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Indes et Chine	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Russie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Brésil	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Chili	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Pérou	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Colombie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Qatar	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Oman	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Arabie saoudite	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Israël	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Jordanie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Égypte	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Libye	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Tunisie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Algérie	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Maroc	-3,6	-1,2	5,4	1,0
Ind. extractives, Émirats arabes unis	-3,6			

[illegible]

• 51.16. **അനുബന്ധം 1** (പ്രകൃതി ദുരന്തം).

Year	Private sector	Public sector	Exports minus imports	Exports plus imports	Total
1995	1.8	1.5	0.1	0.0	3.4
1996	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2
1997	0.4	0.1	0.0	0.0	0.5
1998	-0.1	0.6	0.0	0.0	0.5
1999	-0.4	-0.4	0.0	0.0	-0.8
2000	1.7	0.1	0.0	0.0	1.8
2001	0.1	0.6	0.0	0.6	1.3

Source: Authors' calculations, based on data from 2001.

Days	2009 (n)	2010 (n)	2011	Days	2009 (n)	2010 (n)	2011
Algeria	- 0,1	- 0,7	0,0	Laos	- 0,8	- 0,7	1,0
Angola	- 0,4	- 0,1	0,0	Libya	- 0,6	- 0,5	2,1
Belgium	- 2,0	- 2,2	1,0	Madagascar	- 0,3	1,0	1,2
Bulgaria	- 0,0	0,4	1,7	Mali	1,0	0,0	- 0,8
Cameroon	- 1,0	1,1	0,0	Morocco	- 2,0	- 2,1	- 1,0
Canada	- 0,0	- 0,1	0,0	Niger	- 0,7	- 0,7	1,7
Chad	- 0,2	- 1,1	0,0	Nigeria	- 0,0	- 0,0	0,0
Czechia	- 1,0	0,0	0,0	Romania	- 0,0	- 0,0	0,0
Dominican Republic	- 0,0	- 0,0	0,0	Saudi Arabia	- 0,0	- 0,0	0,0
Egypt	- 0,0	- 0,0	0,0	Senegal	- 0,0	- 0,0	0,0
France	- 0,0	- 0,0	0,0	Seychelles	- 0,0	- 0,0	0,0
Ghana	- 0,0	- 0,0	0,0	Slovakia	- 0,0	- 0,0	0,0
Guinea	- 0,0	- 0,0	0,0	Slovenia	- 0,0	- 0,0	0,0
Honduras	- 0,0	- 0,0	0,0	Spain	- 0,0	- 0,0	0,0
India	- 0,0	- 0,0	0,0	Sweden	- 0,0	- 0,0	0,0
Indonesia	- 0,0	- 0,0	0,0	Switzerland	- 0,0	- 0,0	0,0
Italy	- 0,0	- 0,0	0,0	Tanzania	- 0,0	- 0,0	0,0
Jamaica	- 0,0	- 0,0	0,0	Togo	- 0,0	- 0,0	0,0
Kenya	- 0,0	- 0,0	0,0	Tunisia	- 0,0	- 0,0	0,0

Source: *U.S. Census Bureau, 1997*

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

الفرع الخامس : معدلات البطالة

حسب المكتب الدولي للعمل (BIT) ، تم إحصاء 2.6 مليون عاطل عن العمل سنة 2011 في فرنسا ، بعد أن ارتفع معدل البطالة بشكل حاد بين منتصف 2008 وأواخر 2009 . وقد تراجع هذا المعدل بصورة بطيئة حتى الربع الثاني من سنة 2011 ، قبل أن يأخذ المنحى التصاعدي . وقد بلغ خلال سنة 2011 نسبة 9.2% بالمتوسط السنوي مسجلا انخفاضا بـ 0.1 نقطة مقارنة بسنة 2010 ،

جدول رقم (3-6) : تطور معدل البطالة في فرنسا حسب الفئات
جدول رقم (3-7) : تطور عدد البطالين في فرنسا

Taux de chômage selon la catégorie socioprofessionnelle ou le diplôme

en %

	Moyenne 1990	Moyenne 2000	Moyenne 2010 (i)	Moyenne 2011
Catégorie socioprofessionnelle				
Cadres	3,3	4,1	3,9	3,8
Professions intermédiaires	3,8	4,9	4,9	5,0
Employés	9,0	9,5	9,5	9,8
Ouvriers	10,0	9,9	13,4	12,9
Diplôme				
Sans diplôme ou CEP	11,0	13,1	16,0	16,1
Brevet des collèges, CAP, BEP	7,5	8,2	8,9	9,0
Baccalauréat	5,5	7,2	8,8	8,7
Bac + 2	3,5	4,5	5,4	5,1
Diplôme supérieur	3,9	6,0	8,5	8,6
Ensemble	7,9	8,5	9,3	9,2

Champ : France métropolitaine, population des ménages, personnes de 15 ans ou plus (âge courant)
Source : Insee, enquêtes Emploi.

Nombre de chômeurs

en milliers

	Moyenne 1990	Moyenne 1990	Moyenne 2000	Moyenne 2010 (i)	Moyenne 2011
Hommes	524	862	1 323	1 332	1 300
Femmes	752	1 113	1 215	1 308	1 312
Total	1 276	1 976	2 239	2 640	2 612

Champ : France métropolitaine, population des ménages, personnes de 15 ans ou plus (âge courant)

Source : Insee, enquêtes Emploi.

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

وهذا بفضل سياسة التشغيل التي انتهجتها فرنسا خلال 2010 ، حيث بلغت النفقات المتعلقة بسياسات سوق العمل ما قيمته 50.1 مليار أورو مسجلة ارتفاعا عن سنة 2009 (45.7 مليار أورو) ، وذلك بعد الارتفاع الحاد المسجل سنة 2009 تزامنا مع الأزمة الاقتصادية والمالية القاهرة وتدهور سوق العمل (+17% بالحجم) ، لتواصل الارتفاع بنسبة 8% سنة 2010 . كذلك عمدت السلطات الفرنسية خلال 2010 إلى اقتطاع نسبة 2.6% من الناتج المحلي الإجمالي (PIB) وتوظيفها في تغطية نفقات مختلف التدخلات على مستوى سوق الشغل .

جدول رقم (3-8) : تطور النفقات المتعلقة بسياسات سوق الشغل في فرنسا

Dépenses pour les politiques du marché du travail de 2000 à 2010							en millions d'euros
	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Services du marché du travail	2 513	4 035	4 357	4 237	4 006	4 873	5 866
Mesures actives	14 539	11 371	12 274	13 397	12 369	13 766	16 086
Formation professionnelle	5 335	4 981	5 194	5 085	5 491	6 855	7 310
Incentives à l'emploi	2 526	2 107	2 187	2 089	1 963	1 823	2 081
Emploi protégé	853	1 128	1 195	1 252	1 337	1 428	1 438
Création directe d'emploi	5 777	3 091	3 543	3 882	2 966	2 921	4 201
Aide à la création d'entreprise	38	64	172	493	612	738	1 056
Soutiens	19 855	27 342	24 985	23 461	22 790	27 085	28 184
Maintien et soutien du revenu en cas de perte d'emploi	17 253	26 364	24 165	22 566	22 338	26 789	27 986
Préretraites	2 552	978	817	795	452	296	198
Total	36 906	42 748	41 616	41 095	39 165	45 724	50 136
Dépenses totales (en % du PIB)	2,6	2,5	2,3	2,2	2,0	2,4	2,6

1. Estimation : les montants des exonérations de cotisations sociales ne sont pas connus en totalité.

Source : Dares.

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية
من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

و قد أثرت الظروف الاقتصادية التي سادت خلال هذه الفترة على مستوى الإصدارات ، حيث وصل حجم الإصدارات الصافية من سندات الدين والأسهم المدرجة في السوق المالية والخاصة بالمقيمين الفرنسيين إلى ما مجموعه 247 مليار أورو سنة 2011 ، وهذه الإصدارات ارتفعت بنسبة 34 مقارنة بعام 2010 ، ويرجع ذلك أساسا إلى سندات الدين . كما سجلت الإصدارات الصافية من سندات الدين طويلة الأجل ارتفاعا كبيرا مقارنة بسنة 2010 ، ولكن بمستوى أقل من الزيادة المسجلة سنة 2009 . أما من جانب الإصدارات الخاصة بالأسهم المدرجة ، فقد ظلت هذه الأخيرة قليلة الطرح.

في نفس السياق ، تابعت الإصدارات الصافية من سندات الدين للمؤسسات المالية انتعاشها الذي سجلته عام 2010 ، حيث بلغت ما قيمته 94 مليار أورو ، كما عمدت المؤسسات المالية ومؤسسات الائتمان إلى تعزيز ورفع إصداراتها من سندات الدين طويلة الأجل ، وبالأخص في شكل سندات مضمونة (Obligations sécurisées). وهذا الارتداد تزامن مع سداد قروض شركة تمويل الاقتصاد الفرنسي (SFEF) ، والتي تخدم في الواقع تمويل مؤسسات الائتمان . إلى جانب ذلك قامت البنوك بإصدارات ضخمة على المدى القصير بعد الإصدارات المختلطة المسجلة سنة 2010 . وعلاوة على ذلك : سجلت المؤسسات المالية غير النقدية ركودا فيما يخص صافي الإصدار ، فالمبالغ المستردة لشركة تمويل الاقتصاد الفرنسي تم تعويضها بإصدارات صناديق الاستثمار المشتركة لتوزيع (FCT) بنفس المبلغ .

وبالنسبة للمؤسسات غير المالية ، فقد قاربت إصداراتها من سندات الدين سنة 2011 المستويات المسجلة سنة 2010 ، كما حافظت المؤسسات الكبرى على حجم إصداراتها من سندات الدين متوسطة وطويلة

الأجل (السندات بشكل أساسي) عند مستوى مرتفع إلى حد ما ، رغم الانخفاض الطفيف المسجل مقارنة بسنة 2010 ، وفي نفس الوقت أضحت الإصدارات من سندات الدين قصيرة الأجل (أذون الخزانة) تسجل تطورا إيجابيا وذلك بعد سنتين من التسديدات الصافية .

جدول رقم (3-9) : تطور إصدارات الأوراق المالية الخاصة بالمقيمين بفرنسا

Émissions de titres des agents résidents		
	en milliards d'euros	
	2011	11/10 en %
Titres de créance (valeur nominale)	233,7	33,3
dont : par les sociétés non financières	20,6	11,7
dont : court terme	3,5	284,5
long terme	25,1	- 8,9
par les institutions financières ¹	93,8	67,6
dont : court terme	47,4	687,1
long terme	52,4	3,4
par les administrations publiques	111,3	18,8
dont : court terme	- 6,4	46,5
long terme	117,6	11,4
dont obligations assimilables du Trésor (OAT)	70,0	- 25,7
Actions cotées - émissions contre apport en espèces	13,6	43,2
dont : par les sociétés non financières	10,4	36,9
par les institutions financières ¹	3,5	66,7

1. Institutions financières monétaires et autres intermédiaires financiers.
Source : Banque de France.

المصدر : التقرير السنوي للمعهد الفرنسي للإحصاء والدراسات الاقتصادية

من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

المطلب الثاني : تحليل ظروف القطاع

ظلت أسعار المواد الأولية تشهد مستويات مرتفعة على مدى سنة 2012 ، ولاسيما بالنسبة للبترول هذه التطورات في الأسعار تسببت في الحد من القدرة الشرائية للمستهلكين ، وبدا التأثير واضحا على المستوى الأوروبي من جراء الأزمة المالية . وفيما يتعلق بالمؤسسات ، فإن مباشرة الاستثمارات التي شرع فيها خلال سنة 2010 قد توقفت سنة 2012 في أوروبا الغربية في ظل سيادة ظروف عدم التأكد على نحو متزايد . بالإضافة إلى ذلك ، فإن امتصاص العجز في ميزانية الدولة سواء عن طريق تقليص حجم الإنفاق الحكومي أو من خلال رفع نسب الضرائب والمساهمات الاجتماعية المختلفة قد يؤثر على الأعوان الاقتصاديين ، ومن ثم على الإنتاج الصناعي . كذلك وجدت شركات صناعة السيارات الفرنسية نفسها بحيرة على مواجهة قرارات المراجعة لمختلف مراكز الاستهلاك المتخذة من قبل المستهلكين ، وكذا التعامل مع موجة الارتفاع التي شهدتها أسعار المواد الأولية عند قيامها بعملية التصنيع، إلى جانب مواجهتها لصعوبة البحث عن رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل ، مما فاقم من الأزمة المالية، وأيضاً العمل على الحفاظ على قيمة الأورو في أعلى مستوى مقابل

العملات الرئيسية الأخرى قبل انخفاضها المسجل مع نهاية الثلاثي الثاني من عام 2012. ورغم كل ذلك، كان يتعين الاستمرار في الاستجابة لطلبات المجتمع والتي تقتضي الإنفاق على تكاليف البحث والتطوير¹.

لقد بلغ إنتاج شركات صناعة السيارات الفرنسية ما قيمته 5.6 مليون سيارة على المستوى العالمي، وذلك بالتأكيد يشير إلى تراجع قوي بنسبة 13% مقارنة بالمستوى القياسي لسنة 2011. ففي فرنسا شهد إنتاج السيارات تقلصا بنسبة 12% ما يعادل حوالي مليوناً (2 مليون) سيارة، وذلك يعود إلى جملة من العوامل منها تراجع المنافذ الطبيعية لأوروبا الغربية، وكذا نقص تنافسية الصناعة الفرنسية، مما أثر على مواقع التجميع وعلى الصناعة الميكانيكية والبنية على عمليات البحث والتطوير. كما كان وقع ذلك كبيراً وواضحاً على موردي الصناعة الفرنسية، إذ أن شركات تصنيع السيارات تشتري من هؤلاء الموردين ما قيمته 53 مليار أورو عبارة عن تجهيزات ومعدات خاصة بالسيارات.

وبالنسبة لقطاع التغذية، فإن المؤسسات الغذائية الفرنسية تشكل أحد الفروع بالغة الأهمية في الصناعة، إذ أثبتت قدرتها على مواجهة الأزمات مقارنة بباقي النشاطات التصنيعية رغم جهود الاستهلاك الغذائي للأسر. كذلك، ففي حين تم تسجيل تراجع إجمالي إنتاج التصنيع بمعدل كبير سنة 2009 (-11.3%)، ثم عاود الانتعاش في السنة الموالية لها (+4.7%) قبل أن يتباطأ سنة 2011 (+3.2%)، فإن الصناعات الغذائية شهدت تراجعاً طفيفاً فقط سنة 2009 (1.7%)، ثم انتعشت سنة 2010 بنسبة 0.9% مواصلة الارتفاع سنة 2011 بنسبة 1.9%، هذا النمو الملحوظ يرجع إلى الوزن المعبر للصناعات الغذائية على مستوى السوق (125.4 مليار أورو) بالإضافة إلى معدل نمو يقارب 1.7%².

وقد فضلنا تسليط الضوء على قطاع صناعة السيارات في فرنسا باعتباره من القطاعات الرائدة والتي تأثرت كثيراً من جراء الأزمة المالية العالمية، ناهيك عن حيازة شركات صناعة السيارات الفرنسية على رخصة عالية بالبورصة.

المبحث الثالث: تحليل المركز المالي للشركة ودوره في ترشيد قرار الاستثمار في بورصة باريس

تكتسي خطوة تحليل المركز المالي للشركة ضمن التحليل الأساسي أهمية كبيرة من حيث أنها تسهم بشكل بارز في توجيه المستثمر صوب تبني القرار الاستثماري المناسب الذي يتوافق وإستراتيجيته المستقرة.

المطلب الأول: تقديم الشركات محل الدراسة

سنحاول في هذا الشأن تقديم لمحة عن الشركات محل الدراسة وهما شركة "بيجو" وشركة "رونو".

¹ تقرير السنوي 2012 الصادر عن لجنة شركات صناعة السيارات الفرنسية من الموقع : <http://www.cefa.fr/Analyse-statistiques>

² تقرير السنوي 2013 الصادر عن المعهد الفرنسي للإحصاء والشركات الاقتصادية من الموقع :

<http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>

الفرع الأول : شركة PEUGEOT

بيجو "PEUGEOT" هي علامة تجارية كبرى لشركة سيارات فرنسية، تعتبر ثاني أكبر شركة تصنع السيارات في أوروبا بعد 'فولكس واجن' الألمانية. تعود أصول الشركة إلى 1842 ، حيث كانت تصنع مطاحن الفلفل والملح والبن، ثم الدراجات في نهاية القرن 19. المقر العالمي لها في باريس . اليوم تنتمي هذه الشركة إلى "PSA Peugeot-Citroën" والتي تضم أيضا شركة "Citroën" التي اشترتها شركة "Michelin" عام 1976.

تنتج "بيجو" أساسا السيارات الخاصة والنفعية ، حيث بلغت مبيعات الشركة خلال الثلاثي الأول من سنة 2014 ما قيمته 13.3 مليار أورو محققة ارتفاعا بنسبة 1.9 % مقارنة بالثلاثي الأول من سنة 2013. كما بلغت رسميتها في الثلاثي الأول من هذا العام (2014) ما قيمته 4.55 مليار أورو¹.

تنتمي هذه الشركة إلى عدد من المؤشرات المعتمدة في سوق "باريس أوروونكست" وهي :

CAC All-Tradable, CAC Large 60, CAC Next20, Next 150, SBF 120, CAC All Shares

الفرع الثاني : شركة RENAULT

هي شركة لصناعة السيارات الفرنسية ، تم إدماجها مع عملاق صناعة السيارات الياباني "NISSAN" منذ عام 1999 من خلال تحالف بين الشركتين ، إذ احتلت هذه المجموعة الصناعية المرتبة الرابعة عالميا سنة 2013 . ويمتلك مجمع "رونو" مصانع وفروع في مختلف أنحاء العالم . تمكنت "رونو" سنة 2013 من بيع 2.6 مليون وحدة على مستوى العالم محققة ارتفاعا في نسبة المبيعات قدره 3.1% مقارنة بسنة 2012.

تنتمي هذه الشركة إلى عدد من المؤشرات المعتمدة في سوق "باريس أوروونكست" وهي :

CAC All-Tradable, CAC Large 60, Euronext 100, CAC All Shares, Stoxx France 50, CAC 40,

المطلب الثاني : تحليل المركز المالي للشركات باستخدام النسب المالية

سنحاول من خلال هذا المطلب التركيز على الأداء المالي لكل من شركة "PEUGEOT" وشركة "RENAULT" على مدار السنوات الأربع الأخيرة (2010-2013) ، وهذا بالاعتماد على مجموعة من النسب المالية، ومن ثم الوقوف على أهمية تحليل المركز المالي في ترشيد قرار الاستثمار والمتعلق بالمفاضلة بين الاستثمار في أسهم شركة "PEUGEOT" أو أسهم شركة "RENAULT" .

¹ <http://www.boursorama.com/actualites/peugeot--chiffre-d-affaires-en-hausse-de-1-9--ventes-en-progression-de-7-7-af09785bfe5fedd9c81a5c52c0521a> .

الفرع الأول : نسب السيولة

سنحاول تحليل سيولة الشركات محل الدراسة بالاعتماد على نسبة التداول من بين نسب السيولة الأخرى ، حيث نقوم بحساب نسبة التداول للشركات محل الدراسة للفترة (2010 - 2013) ، ومن ثم إجراء مقارنة بين النتائج المحصل عليها لهذه الشركات ، وكذا تحليل هذه النتائج . وقد قمنا بحساب نسبة التداول بالاعتماد على المعطيات والبيانات المالية والمحاسبية لشركتي "بيجو" و "رونو" ، حيث وضعنا كيفية حساب نسبة واحدة وخاصة بشركة "بيجو" وبقيّة النتائج واردة ضمن الجدول أدناه {أنظر الملحق 2 و3} .

$$\text{نسبة التداول لسنة 2012 (شركة PEUGEOT)} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} \times 100$$

$$100 \times \frac{6811000 + 29\ 166\ 000 + 1827000 + 6193000}{12\ 464\ 000 - 8463000 + 21855000} =$$

$$= 102.84 \%$$

جدول رقم (3-10) : نسبة التداول لشركتي "بيجو" و "رونو"

السنوات	الشركة	2010	2011	2012	2013
	PEUGEOT (%)	107.87	102.16	102.84	102.08
	RENAULT (%)	101.82	101.25	103.21	104.81

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للشركات {أنظر الملحق 2 و3} من المواقع التالية :

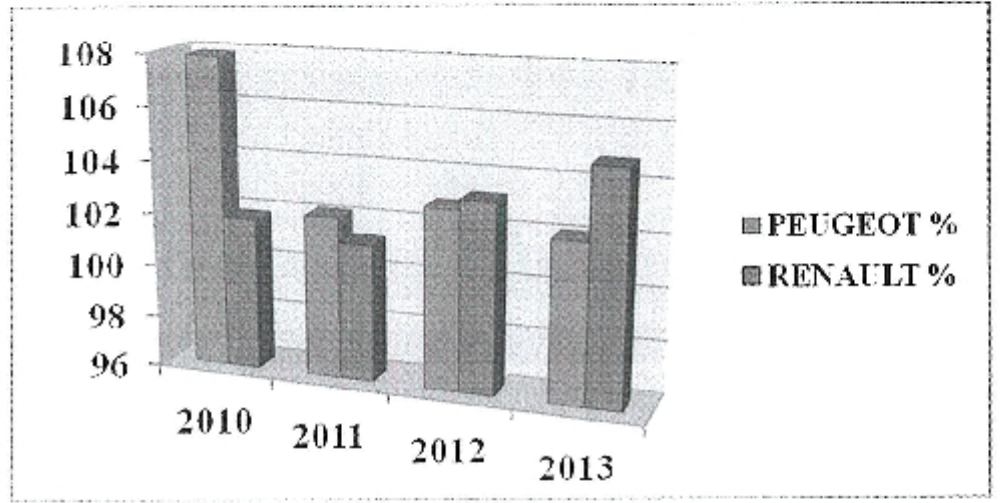
<http://www.abcbourse.com/analyses/chiffres.aspx?s=UGp>

<https://www.abcbourse.com/analyses/chiffres.aspx?s=RNOp>

<http://www.psa-peugeot-citroen.com/fr/finance/publications-financieres>

<http://www.renault.com/fr/lists/archivesdocuments/rapport-activite-2013.pdf>

شكل رقم (3-1) : نسبة التداول لشركتي "بيجو" و "رونو"



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على النتائج المحصل عليها والواردة ضمن الجدول رقم (3-10) .

بناء على النتائج المحصل عليها ، نجد أن :

بالنسبة لشركة (PEUGEOT) نلاحظ أن نسب التداول المسجلة خلال السنوات الأربع متقاربة ، كما أن الأصول المتداولة كانت كافية لتغطية الخصوم المتداولة إلى الديون قصيرة الأجل ، ولكنها تعتبر نسباً مقلقة نظراً لانخفاضها الواضح مقارنة بالنسبة المرجعية المعتمدة في التحليل المالي (200 %).

أما بالنسبة لشركة (RENAULT) نلاحظ أن نسب التداول هي الأخرى متقاربة خلال السنوات الأربع، وإجمالي الأصول المتداولة يغطي إجمالي الخصوم المتداولة، ولكن بالقدر نفسه دون وجود فائض كبير من الأصول المتداولة قد يسمح للشركة بالاستثمار فيها لتحقيق عائد أكبر . وعليه، ينبغي على الشركة قسط سداد ديونها التي تستحق السداد خلال سنة 2013 مثلاً أن تباع ما يقارب 95.41 % (1/1.0481) من إجمالي أصولها المتداولة .

مما تقدم في هذا الشأن، يمكن القول أن التوازن المالي قصير الأجل محقق في كلتا الشركتين ، أما من جانب الاستثمار، فيفضل الاستثمار في أسهم شركة (RENAULT) رغم عدم تحقيقها لنسب تداول مرضية شأنها في ذلك شأن شركة (PEUGEOT) ، إلا أن تبني هذا القرار يعود إلى تسجيل شركة "رونو" لزيادة مستمرة على مدار السنوات الثلاث المتتالية (2011، 2012، 2013) ، كون هذه الزيادة يمكن أن ترفع من ثقة المستثمرين بخصوص قدرة هذه الشركة على سداد التزاماتها في الأجل القصير ، مما قد يرفع من حركة التعامل بأسهمها ، فترتفع أسعارها وتزيد بالتالي عوائدها .

الفرع الثاني : نسب النشاط

لتحليل مستوى النشاط منحاول الاعتماد على معدل دوران إجمالي "الأصول من بين مجمل نسب النشاط ، حيث نقوم بحساب هذا المعدل للشركات محل الدراسة بالنسبة لفترة (2011 – 2013) باستثناء المعدل الخاص بسنة 2010 ، حيث لم نتمكن من الحصول على الأرقام الخاصة بجدول حسابات النتائج نظرا لعدم ورودها ضمن معطيات الشركات {أنظر الملحق 2 و3}.

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول لسنة 2012 (شركة PEUGEOT)} = \frac{\text{إجمالي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$= 100 \times \frac{55\,446\,000}{64\,849\,000}$$

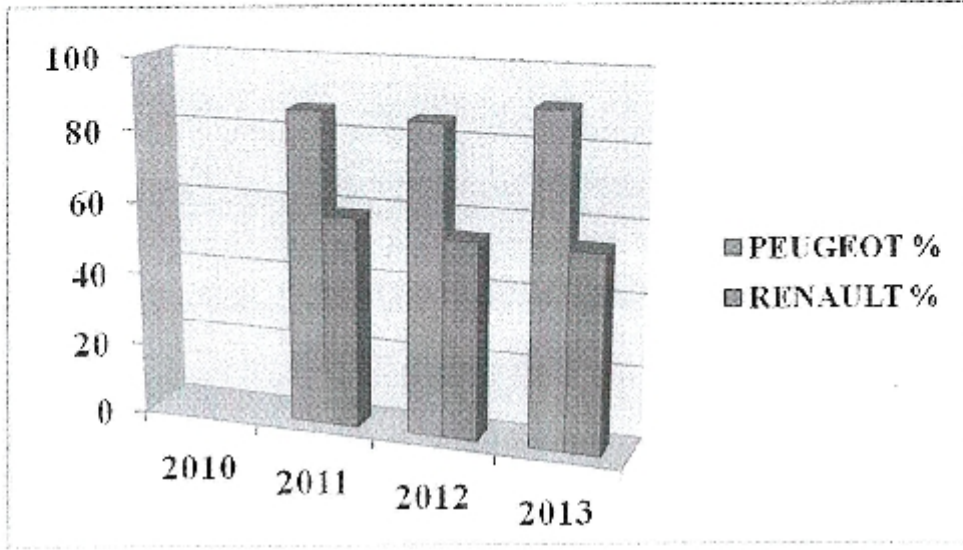
$$= 85.50\%$$

جدول رقم (3- 11) : معدل دوران إجمالي الأصول لشركتي "بيجو" و "رونو"

السنوات الشركة	2010	2011	2012	2013
(%) PEUGEOT	/	86.84	85.50	90.66
(%) RENAULT	/	58.45	54.72	54.58

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للشركات {أنظر الملحق 2 و3}

شكل رقم (3-2) : معدل دوران إجمالي الأصول لشركة "بيجو" و "رونو"



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على النتائج المحصل عليها والواردة ضمن الجدول رقم (3-11) .

بناء على النتائج الواردة ضمن الجدول أعلاه ، يمكن وضع التحليل التالي :

يلاحظ انخفاض في معدل دوران إجمالي الأصول سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 للشركتين معاً، حيث سجل إجمالي المبيعات بالنسبة للشركتين انخفاضاً ولكن الانخفاض المحقق لشركة "بيجو" (من 59 912 000 سنة 2011 إلى 55 446 000 سنة 2012) وهو أكبر من الانخفاض المسجل بالنسبة لشركة "رونو" (من 42 628 000 سنة 2011 إلى 41 270 000 سنة 2012)، بينما عرفت قيمة إجمالي الأصول بالنسبة لشركة "بيجو" انخفاضاً (من 68 991 000 سنة 2011 إلى 64 849 000 سنة 2012) وذلك في مقابل ارتفاع هذه القيمة بالنسبة لشركة "رونو" (من 72 934 000 سنة 2011 إلى 75 414 000 سنة 2012) .

و رغم ارتفاع إجمالي الأصول بالنسبة لشركة "رونو" إلا أن قيمة المبيعات لم تقلص كثيراً .

كما أنه بالرغم من انخفاض إجمالي الأصول بالنسبة لشركة "بيجو" إلا أن المبيعات تراجعت بشكل معتبر .
وتجدر الإشارة بأن انخفاض معدل دوران إجمالي الأصول يشير بشكل بارز إلى عدم استخدام كل من شركة "بيجو" و "رونو" لاستثمارهما في الأصول بشكل فعال ، وعلى الشركتين العمل على زيادة مبيعاتهما من خلال تغيير سياسات البيع المنتهجة، أو التخلص من بعض الأصول .

وفي هذا الإطار يلاحظ نسجيل ارتفاع طفيف نوعاً ما بالنسبة لمعدل دوران إجمالي الأصول لسنة 2013 لدى شركة "بيجو" لكنه قد يكون ظرفياً : بينما سجلت شركة "رونو" استقراراً في معدل دوران إجمالي الأصول ، وذلك خلال السنتين الأخيرتين (2012 ، 2013) .

وعليه يمكن القول أنه لا يتعين على المستثمر الإقبال على شراء أسهم كل من الشركتين في ظل هذه الوضعية ، وترقب تحسن قيمة المبيعات ، وكذا تغيير استراتيجيات الإدارة في استخدام الأصول بغرض زيادة المبيعات ، وبالتالي زيادة نسب النشاط ، والذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري ، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها ، وارتفاع أسعارها السوقية وكذا عوائدها .

الفرع الثالث : نسب الربحية

اعتمدنا في تحليلنا لربحية الشركات على معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) خلال الفترة (2011 - 2013) ، مستثنين في ذلك السنة المالية 2010 نتيجة عدم تمكننا من الحصول على الأرقام الخاصة بها بجدول حسابات النتائج نظرا لعدم ورودها ضمن معطيات الشركتين محل الدراسة {أنظر الملحق 2 و3}.

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{العائد على حقوق المساهمين (ROE) لسنة 2012 (شركة PEUGEOT)}} = \frac{\text{حقوق المساهمين}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

$$\frac{4\,925\,000}{10\,557\,000} =$$

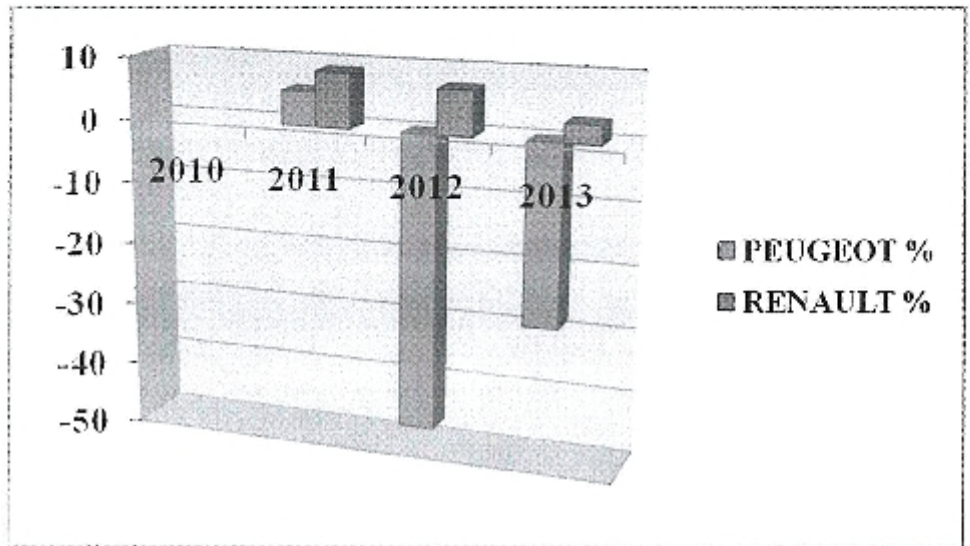
$$= 46.65\%$$

جدول رقم (3-12) : العائد على حقوق المساهمين لشركتي "بيجو" و "رونو"

السنوات الشركة	2010	2011	2012	2013
(%) PEUGEOT	/	5.41	46.65 -	28.46 -
(%) RENAULT	/	8.71	7.07	3

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للشركات {أنظر الملحق 2 و3}

شكل رقم (3-3) : العائد على حقوق المساهمين لشركتي "بيجو" و "رونو"



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على النتائج المحصل عليها والواردة ضمن الجدول رقم (3-12) .

انطلاقاً من النتائج الموضحة في الجدول نجد أن :

شركة "بيجو" قد حققت معدلاً إيجابياً من العائد على حقوق المساهمين (5.41%) سنة 2011 ، وهو معدل يظل ضعيفاً مقارنة بمعدل الصناعة أو السوق ، مما يعني عزوف المستثمرين عن الاستثمار داخل هذه الشركة ، والذي يتأكد بوضوح بعد تسجيل هذه الشركة لمعدل سلبى سنة 2012 (- 46.65%) بسبب تحقيقها لخسارة (النتيجة الصافية لسنة 2012 = - 4 925 000)، وكذا سنة 2013 (- 28.46%) حيث حققت بدورها خسارة (النتيجة الصافية لسنة 2013 = - 2 218 000) .

أما شركة "رونو" فقد سجلت معدلات إيجابية من العائد على حقوق المساهمين خلال سنتي 2011 و 2012 رغم تراجع هذا المعدل بشكل طفيف (7.07% سنة 2012 مقابل 8.71% سنة 2011) ، ثم عاود الانخفاض سنة 2013 ليبلغ 3% .

وفي هذا الصدد يشير انخفاض معدل العائد على حقوق المساهمين إلى وجود خلل أو نقطة ضعف لدى الشركتين محل الدراسة فيما يخص جانب الربحية .

مما تقدم، ينبغي على المستثمر في هذا الشأن تفادي الاستثمار في أسهم شركة "بيجو" كونها تحقق خسارة للمساهمين وهي معرضة إن لم تتدارك الوضع إلى خطر الإفلاس ، ويمكنه بالتقابل الاستثمار في أسهم شركة "رونو" ولكن مع توخي الحذر، وعدم توجيه جميع السيولة المتاحة لديه لاقتناء هذه الأسهم حتى لا تضيق عليه فرص جيدة لتحقيق الربحية في شركات أخرى .

الفرع الرابع : نسب المديونية

لتحليل نسب المديونية سلطنا الضوء على نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول ، والتي سنحاول حسابها بالنسبة للشركات محل الدراسة للفترة (2010 – 2013) : مع إجراء تحليل مقارن للنتائج الناجمة عنها لهذه الشركات. وقد قمنا بحساب نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول استنادا إلى المعطيات والبيانات المالية والمحاسبية لشركتي "بيجو" و "رونو" ، حيث وضعنا كقيمة حساب نسبة واحدة والخاصة بشركة "بيجو" وبقية النتائج الواردة ضمن الجدول أدناه {أنظر الملحق 2 و3} .

$$\frac{\text{إجمالي حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لسنة 2012 (PEUGEOT)}$$

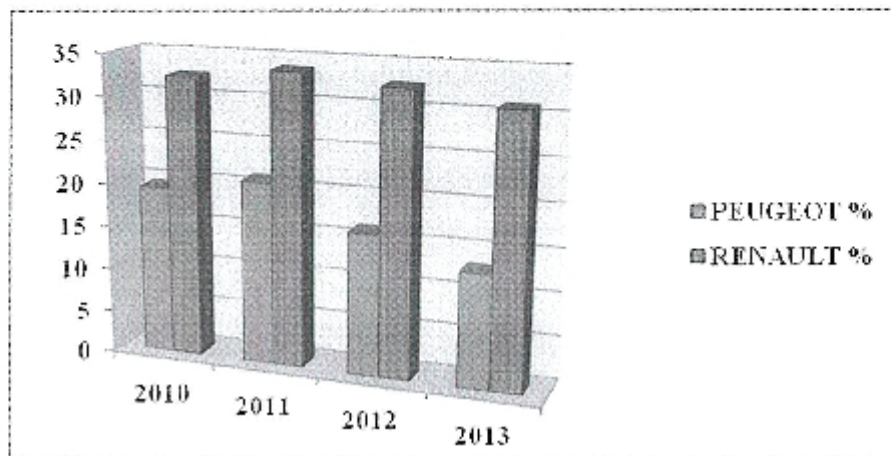
$$\frac{10\,557\,000}{64\,849\,000} = 16.28\%$$

جدول رقم (3-13) : نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لشركتي "بيجو" و "رونو"

السنوات الشركة	2010	2011	2012	2013
(%) PEUGEOT	19.41	21	16.28	13.05
(%) RENAULT	32.46	33.68	32.55	30.95

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية للشركات {أنظر الملحق 2 و3}

شكل رقم (3-4) : نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لشركتي "بيجو" و "رونو"



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على النتائج المحصل عليها والواردة

ضمن الجدول رقم (3-13) .

من خلال النتائج المحصل عليها أعلاه :

يتضح بأن نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لكل من شركتي "بيجو" و "رونو" غير مستقرة على مدى السنوات الأربع ، حيث شهدت ارتفاعاً ثم عاودت الانخفاض ، وقد بلغت النسبة 13.05% سنة 2013 لدى شركة "بيجو" وذلك مقارنة بسنتي 2012 (16.28%) و 2011 (21%) على التوالي، إلا أن التغير في هذه النسبة لدى شركة "رونو" كان طفيفاً مقارنة بشركة "بيجو" .

وأن نسبة إجمالي حقوق الملكية شأنها شأن باقي نسب هيكل التمويل أو الاقتراض والتي تشير إلى كفاءة الرافعة المالية لدى الشركة ، إذ تعتبر مؤشراً لاعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجي في تحقيق عائد على حقوق الملكية .

أما من جانب آخر فيبدو أن شركتي "بيجو" و "رونو" لا تعتمدان في تمويل الأصول بنسب كبيرة على حقوق الملكية ، بمعنى آخر أن نسبة حقوق الملكية في تمويل الأصول التي تفتنيها الشركتان أقل من نسبة التمويل الخارجي والقروض ، مما يترتب عليه ارتفاع الأعباء المالية التي تتحملها كل من الشركتين ، وبالتالي ارتفاع معدلات الخطر التي يتعرض لها الدائنون .

إضافة إلى ذلك، فإن ارتفاع نسبة إجمالي حقوق الملكية لشركة "رونو" (أقصى نسبة تقارب 33.68%) مقارنة بشركة "بيجو" (أقصى نسبة 21%) دليل على إمكانية تحقيق استقلالية مالية أفضل بالنسبة لشركة "رونو" مستقبلاً .

وأن ارتفاع نسبة الدين الخارجي لدى الشركة يقودها للتوجه لاستخدام الأرباح المحققة، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة التوزيعات النقدية نظرا لصعوبة حصول الشركة على التمويل الخارجي؛ فتتخفف أسعار الأسهم بالتبعية .

بناء على النتائج التي تحصلنا عليها من تحليل المركز المالي للشركات محل الدراسة ، نخلص إلى القول بأنه على المستثمر الرشيد اختيار الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تحقق نسب ربحية مقبولة وهو ما ينطبق على شركة "رونو" ، في ظل تحقيق شركة "بيجو" لنتائج سلبية (خسارة) . ومن جانب آخر ، يتعين على المستثمر أن يختار الاستثمار في الشركة التي لا تعتمد بنسبة كبيرة على الاقتراض الخارجي، ورغم ارتفاع معدلات هذا الأخير بالنسبة للمشركتين موضوع الدراسة، إلا أننا نرى الاستثمار في أسهم شركة "رونو" يكون أفضل من الاستثمار في أسهم شركة "بيجو" .

وعليه ، فالمستثمر ينبغي عليه خصوصا تفادي الاستثمار في أسهم شركة "بيجو" ، وفي مقابل ذلك فيمكنه الإقبال على شراء أسهم شركة "رونو" .

خلاصة الفصل :

أسفرت الدراسة الميدانية لجانب التحليل الأساسي على مستوى بورصة "أوروونكست باريس" عن العديد من النتائج فيما يتعلق بأهمية تحليل الظروف الاقتصادية العامة ، وظروف القطاع ، وكذا ظروف الشركة في ترشيد قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، إذ أنه من دون الاعتماد على التحليل الأساسي عبر جميع مراحله ، لن يتمكن المستثمر من التوصل إلى القرار المناسب ، والذي ينماشى مع هذه الظروف سواء كان قرار شراء أو بيع أو عدم تداول . فلدى تناولنا لحالة الاقتصاد الفرنسي لمسنا العديد من النقاط السلبية التي تم تسجيلها خلال الفترة (2009-2011) خصوصا فيما يتعلق بارتفاع معدلا التضخم والبطالة . وفي مقابل ذلك انخفاض في معدل النمو والإنتاجية من جراء الآثار التي خلفتها الأزمة المالية العالمية 2008 ، كما وقفنا على درجة التأثير الذي تسببه الظروف الاقتصادية على حالة القطاع لاسيما قطاع صناعة السيارات الذي شهد تراجعا حادا ، ولم يتعافى بشكل واضح إلى غاية اليوم .

وفي الأخير ، مكنتنا تحليل أهم النسب المالية من اكتشاف قوة أو هشاشة المركز المالي للشركات محل الدراسة (بيجو ، رونو) ، وبالتالي أصبح متاحا أمام المستثمر الخيار الذي يسنكه ترشيدا لقراره الاستثماري .

الخاتمة :

انطلاقاً من الإشكالية موضوع دراستنا والمتمحورة حول كيفية ترشيد قرار الاستثمار في أسواق المال سمحت لنا الدراسة العملية بالتعرف على أهمية تحليل الظروف الاقتصادية وظروف القطاع وكذا ظروف الشركة في تحديد اتجاهات أسعار الأوراق المالية في البورصة ، وبالتالي إمكانية التنبؤ بما ستؤول إليه هذه الأسعار مستقبلاً ، وعلى ضوء ذلك يتسنى للمستثمر تحديد توجهه فيما يتعلق بالقرار الاستثماري المناسب الذي يتخذه مساهمة للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية مما يسهم في استقرار سوق الأوراق المالية ، هذا علاوة على التعرف على مختلف المبادئ النظرية التي تحكم سوق الأوراق المالية ، مما يساعدنا في تطوير أسواقنا المالية العربية التي لازالت تتخبط في مشاكل حمة نسبت في تعميق الهوة بينها وبين باقي البورصات العالمية المتطورة ، وفي سبيل بلوغ أهداف الدراسة كان من الضروري تطرقنا لجانب الاستثمار المالي باعتباره أساس الخوض في معترك البورصة والذي يقتضي على المستثمر الإلمام بمختلف المبادئ والأساليب التي تمكنه من اكتساح هذا الفضاء (البورصة) ، ومن ثم ينبغي على هذا المستثمر اكتساب ثقافة ووعي استثماريين لدى رغبته في التعامل في السوق المالية .

وبنحسب أننا لما يصبو إليه المستثمر ، كان لابد عليه من معرفة كافة الآليات التي تحكم سوق الأوراق المالية وكذا المعاملات التي تجري على مستواها من حيث التعرف على الأدوات المالية المتداولة بها ومستوى الكفاءة الذي تتسم به هاته السوق تمهيداً لشروعه في عملية التحليل للأوراق المالية بالاعتماد على مدخل التحليل الأساسي والذي من خلاله يتسنى للمستثمر اتخاذ القرار الاستثماري السليم ، مما يكفل حماية رأسماله والحفاظ على ثروته أو تعزيزها ، وبما يضمن الحفاظ على استقرار البورصة واستقرار الاقتصاد ككل ، لذا نجد أن جل اهتمام السلطات العمومية و السلطات المالية ينصب على تفعيل نشاط البورصات باعتبار هذه الأخيرة تمثل مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد ، وأن نحسن وضعيتها من تحسن وضعية الاقتصاد ككل .

وعلى ضوء ما تقدم ، بكتسي مدخل التحليل الأساسي طابعاً خاصاً ومميزاً من حيث أنه يتيح للمستثمر في سوق الأوراق المالية التعرف على الوضعية التي سيؤول إليها الاقتصاد ومن ثم الوقوف على الحالة السائدة داخل القطاع ، وكذا الوضعية المالية للشركة المراد الاستثمار في أسهمها ومقارنته بما هو مسجل لدى شركات أخرى داخل نفس القطاع ، مما يسمح بالمفاضلة بين الاستثمارات التي تفضي إلى تبني قرار استثماري يتصف بالرشادة .

ولعل اختيارنا لدراسة حالة إحدى أكبر البورصات المعروفة والتي تتميز بمستوى جيد من الكفاءة و تتسم بحركة تداول كبيرة من حيث العدد الكبير للشركات المدرجة بها ، هو ما ساعدنا على الوصول إلى هدف الدراسة والمتمثل في ترشيد القرار الاستثماري وهذا بالاعتماد على مدخل التحليل الأساسي حيث ركزنا أولاً على تحليل ظروف الاقتصاد الفرنسي وكذلك ظروف قطاع السيارات خاصة ومن ثم تحليل المركز المالي لإحدى الشركات

المدرجة بورصة أوروونكست وهي شركة رونو وشركة بيجو للسيارات ، معتمدين في ذلك على مجموعة من النسب المالية وهي على التوالي : نسب السيولة - نسب النشاط - نسب الربحية - نسب المديونية ، لتخص في الأخير بالاعتماد على النتائج المحصل عليها إلى تحديد القرار الاستثماري الأنجع بالنسبة للمستثمر ، وبالتالي اختيار الشركة التي يعد مركزها المالي في وضعية مقبولة .

النتائج و التوصيات :

أولاً- النتائج

يمكن حصر أهم النتائج التي تمخضت عن هذه الدراسة في النقاط التالية :

➤ سوق الأوراق المالية يستند إليها كمؤشر هام في التنبؤ بالوضعية التي سيؤول إليها الاقتصاد، وبالتالي فهي تعتبر مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية الكلية .

➤ سوق الأوراق المالية الكفوءة تكفل استقرار الاقتصاد وتحقيق نموه من جانب، أما من جانب فهي تعمل على جعل قرار الاستثمار بها رشيداً من خلال جعل السعر السوقي للأوراق المالية المتداولة بها عادلة أي تعكس الوضعية الحقيقية للشركة.

➤ يعتبر التحليل الأساسي أفضل طريقة لتحليل حركة أسعار الأوراق المالية وهذا لما يحظى به من قبول من طرف الجامعيين و الأكاديميين نتيجة مراعاته لشروط كفاءة السوق المالية ومبدأ السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية ، هذا إلى جانب كونه كأداة إستراتيجية يمكننا من معرفة الأوراق المالية التي يجب شرائها أو التحلي عنها، وهو عكس التحليل الفني الذي يستخدم كأداة فنية يمكننا من معرفة التوقيت المناسب لعمليات الشراء و البيع للأوراق المالية، وبالتالي فكل منهما يجب على تساؤلات مختلفة لجعل كل منهما يكمل الآخر وليس بديلاً له .

➤ القرار الاستثماري الرشيد في سوق الأوراق المالية مبني على التحليل الأساسي المتضمن تحليل الظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع وظروف الشركة، إلا أن مرحلة تحليل المركز المالي للشركة لها أهمية بالغة فيما يخص ضبط توجه المستثمر واختيار البديل المناسب .

➤ الزيادة في نسب السيولة من شأنها أن ترفع من ثقة المستثمرين بخصوص قدرة الشركات على سداد التزاماتها في الأجل القصير ، مما قد يرفع من حركة التعامل بأسهمها ، فترتفع أسعارها وتزيد وبالتالي عوائدها .

➤ زيادة استخدام الأصول من قبل الشركة والذي يفضي إلى ارتفاع المبيعات، قد يسهم بشكل كبير في ارتفاع نسب النشاط ، مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري ، وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها ، وارتفاع أسعارها السوقية وكذا عوائدها .

➤ انخفاض معدل العائد على حقوق المساهمين يعطي دلالة واضحة على وجود خلل أو نقطة ضعف لدى الشركات فيما يخص جانب الربحية .

✚ إن نسبة إجمالي حقوق الملكية شأها شأن باقي نسب هيكل التمويل أو الافتراض تشير إلى كفاءة الرفع المالية لدى الشركة ، وأن ارتفاع نسبة الدين الخارجي لدى الشركة يدفعها للتوجه لاستخدام الأرباح المحققة، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة التوزيعات النقدية نظرا لصعوبة حصول الشركة على التمويل الخارجي، فتتخفف أسعار الأسهم بالتبعية .

✚ إن عملية تقويم الأداء لها فائدة كبيرة ، لذلك فإن أغلب الشركات وبما فيها الشركات محل الدراسة تصدر تقارير عامة تشمل قائمة المركز المالي وقائمة الدخل والتدفق النقدي بالإضافة إلى بعض التفاصيل والنسب المالية والمقارنات والتي تشرح طبيعة نشاط الشركة. وذلك من أجل تعزيز مكانتها في السوق ومن أجل إقبال المستثمرين على شراء أسهمها .

✚ أثرت الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل كبير على المؤشرات الاقتصادية الكلية بفرنسا ، مما أثر على مبيعات وإنتاج الشركات الفرنسية بصفة عامة ، وشركتي "بيجو" و "رونو" بصفة خاصة مما أدى إلى تراجع عوائدها وأرباحها ، وذلك على مدار السنوات التي أعقبت الأزمة .

ثانيا- التوصيات

أما عن ما يمكن اقتراحه من توصيات على ضوء النتائج السابقة هو مايلي :

✚ بتعين على كافة المهتمين أو الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية أن يكونوا محيطين بمختلف الجوانب النظرية والآليات التي تخص سوق الأوراق المالية ، وذلك بهدف تحقيق الحدوى المطلوبة من هذا الاستثمار .

✚ على المستثمر أن يولي اهتماما كبيرا بجانب التحليل الأساسي وفق التدرج المنطقي من أعلى إلى أسفل ، حتى يتسنى له التوصل إلى نتائج جيدة ؛ وبالتالي بإمكانه اتخاذ القرار الاستثماري الأنجع ثمشيا مع أهدافه.

✚ الاهتمام الدائم و المستمر بالسوق الأولية الخاصة بإصدارات الأسهم الأولية في بورصة "أورونكست باريس"، خاصة وأن هذه الأخيرة باستطاعتها المحافظة على بقائها بدون السوق الثانوية أو سوق التداول، أما عن السوق الثانوية فلا يمكنها البقاء دون سوق أولية.

✚ احرص على التحسين المتواصل لمستوى كفاءة بورصة "أورونكست باريس" عبر تكريس العدالة والشفافية الكاملة في معاملات الأوراق المالية، مع ضرورة توفير و تطوير التدابير التي من شأنها تقليص حجم المخاطر المرتبطة بهذه المعاملات ، هذا علاوة على تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة

والجهات المصدرة لها، وكل هذا حتى تعكس "بورصة باريس" السعر الحقيقي والعاقل للأوراق المالية المتداولة بها ، وبالتالي يتسنى للمستثمر اتخاذ قراره الاستثماري في ظل حالة تأكيد .

✚ ينبغي على شركتي "بيجو" و "رونو" إيلاء مزيد من الاهتمام لجانب السيولة لكي يكون هناك نوعاً من التوازن بين السيولة النقدية وربحية الشركة ، خاصة وأن للسيولة النقدية أثراً واضحاً على القدرة بالوفاء بالتزاماتها مما يجعلها قادرة أيضاً على عدم الوقوع في مخاطر الرفع المالي، والنسبة الدنيا المفولة هي 200% .

✚ عدم التوسع في المديونية من قبل شركتي "بيجو" و "رونو" وهذا حتى لا تتعرضا لمخاطر الرفع المالي، لأنه كلما زادت مديونية الشركة أصبحت معرضة أكثر لمخاطر الإفلاس و مخاطر الرفع المالي.

✚ يتعين على المستثمر أن يختار الاستثمار في الشركة التي لا تعتمد بنسبة كبيرة على الاقتراض الخارجي .

✚ على شركتي "بيجو" و "رونو" التركيز على تحقيق الميزج الملائم للهيكل المالي، الأمر الذي من شأنه تخفيض تكلفة الأموال، وبالتالي التأثير إيجاباً على ربحية الشركة والتي يترتب عليها في الأخير الزيادة في القيمة السوقية لأسهمها .

✚ ضرورة توفر نظرة استشرافية وتخطيط بعيد المدى لدى شركتي "بيجو" و "رونو" وتخصيص احتياطي هام من السيولة لمواجهة الأزمات والظروف غير المتوقعة .

قائمة المراجع

الكتب:

أولاً: باللغة العربية :

1. أحمد سعد عبد اللطيف ، بورصة الأوراق المالية : الدار الجامعية ، مصر ، 1998 .
2. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام ، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة ، طبعة أولى ، دار المسير ، الأردن ، 2004 .
3. بريان كويل ، نظرة عامة على الأسواق المالية : طبعة أولى ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 .
4. جمال جريدان الجمل ، الأسواق المالية والنقدية : دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان ، 2002 .
5. جون وايت ، ترجمة : خالد العامري ، الاستثمار في السندات والأسهم ، دار الفاروق للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2003 .
6. حسن حمدي ، دليلك إلى البورصة و الاستثمار ، طبعة أولى ، دار الكتاب العربي ، القاهرة ، 2006 .
7. حسين بني هاني ، الأسواق المالية : طبيعتها- تنظيمها- أدواتها المشتقة ، طبعة أولى ، دار الكندي ، الأردن ، 2002 .
8. ريمية قرياقص ، أسواق المال (أسواق - رأس مال - المؤسسات) ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1999 .
9. زياد رمضان ، مبادئ الاستثمار المالي والتحقيقي ، طبعة ثانية ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 .
10. صلاح السيد جودة ، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً : طبعة أولى ، مطبعة الإشعاع الفنية : الإسكندرية ، 2000 .
11. طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 .
12. طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية ، طبعة أولى ، الدار الجامعية : الإسكندرية ، 1998 .
13. طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2007 .
14. طارق عبد العال حماد ، دليل المستثمر في البورصة ، الدار الجامعية : الإسكندرية ، 1998 .
15. طلال كداوي ، تقييم القرارات الاستثمارية : دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 .
16. عبد الحليم كراجه وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي (أسس- مفاهيم- تطبيقات) ، طبعة ثانية ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2006 .
17. عبد الغفار حنفي وريمية قرياقص ، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين-شركات الاستثمار) ، طبعة أولى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 .
18. عبد المجيد المهيملي ، التحليل الفني للأسواق المالية ، طبعة خامسة ، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006 .
19. عبد المطلب عبد الحميد ، دراسات الحدودى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 .
20. عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، طبعة أولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 .
21. غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، طبعة ثانية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، عمان ، 2003 .
22. كمال الدين الدهراوي ، تحليل الفوائض المالية لأغراض الاستثمار ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004 .
23. مؤيد عبد الرحمن الدوري ، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية ، طبعة أولى : إثراء للنشر والتوزيع ، الأردن : 2010 .
24. مؤيد عبد الرحمن الدوري وسعيد جمعة عقل ، إدارة المشتقات المالية ، طبعة أولى : إثراء للنشر والتوزيع ، الأردن : 2012 .
25. ماجد أحمد عطا الله ، إدارة الاستثمار ، طبعة أولى ، دار أسامة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2011 .
26. مبارك لسيلوس ، التفسير المالي - تحليل نظري مدعم بأمثلة وتمارين محلولة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004 .

27. مجيد ضياء ، اقتصاديات النقود والبنوك ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2001 .
28. محمد إبراهيم عبد الرحيم : اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2008 .
29. محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية : الأصول العلمية والتحليل الأساسي ، طبعة أولى : زمزم ناشرون وموزعون ، عمان ، 2009 .
30. محمد الصيرفي ، البورصات : طبعة أولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .
31. محمد سعيد عبد الهادي ، الإدارة المالية ، طبعة أولى ، دار الخادم للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 .
32. محمد صالح الخناوي و طارق الشهاوي : الاستثمار في الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2012 .
33. محمد صالح الخناوي وآخرون ، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها : مدخل التحليل الأساسي والفني ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004 .
34. محمد صالح الخناوي وجلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 .
35. محمد عبد الحميد عطية ، الاستثمار في البورصة : دار التعليم الجامعي ، الإسكندرية ، 2011 .
36. محمد عبده محمد مصطفى ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة ، طبعة أولى ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 1998 .
37. محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة : أسهم - سندات - أوراق مالية ، طبعة أولى ، دار الخادم للنشر والتوزيع ، عمان ، 2006 .
38. محمد محمود الخطيب ، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة ، طبعة أولى : دار الخادم للنشر والتوزيع ، عمان ، 2010 .
39. محمد مطر وفايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، طبعة أولى ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2005 .
40. محمود أمين زويل ، بورصة الأوراق المالية : موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها ، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر ، الإسكندرية ، 2000 .
41. محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات) ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، 2005 .
42. مروان شحوط و كنجو عيود كنجو ، أسس الاستثمار : الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات ، القاهرة ، 2008 .
43. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1999 .
44. منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات ، طبعة ثانية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2008 .
45. منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 1996 .
46. جمال فريد مصطفى وعبد الفتاح اسماعيل ، الأسواق والمؤسسات المالية : دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2007 .
47. هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية : طبعة أولى ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2003 .

1. Bernard Belletante, la bourse : temple de la spéculation ou marché financier?, 5^e édition, Hatier, France, 1991.
2. Jacqueline Delahaye et Florence Delahaye , gestion financière , 15^e édition , Dunod , Paris , 2006 .
3. Erwan le Saout , Introduction aux marchés financiers , 2^e édition , Economica , Paris , 2008 .
4. Philippe Gillet , L'efficacité des marchés financiers , 2^e édition , Economica Paris , 2006 .
5. Vialles Rodolphe , Savoir investir en bourse , 2^e édition , Vuibert , Paris , 2005 .

الأطروحات الرسائل العلمية:

أولا: أطروحات الدكتوراه :

1. رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، السنة الجامعية 2006/2005 .
2. محفوظ جبار ، البورصة التسيير وخصوصية المؤسسات العمومية — دراسة حالة دول اتحاد المغرب العربي ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة فرحات عباس — سطيف ، السنة الجامعية 1997/1996 .

ثانيا: الرسائل :

1. بداح محسن السبيعي ، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية ، رسالة ماجستير تخصص محاسبة : كلية الأعمال ، جامعة الشرق الأوسط ، الكويت ، 2012 .
2. جمال الدين نحاسف ، استعمال التحليل الأساسي في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية : رسالة ماجستير تخصص دراسات مالية ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس — سطيف ، السنة الجامعية 2004/2003 .
3. رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات : دراسة حالة سوق الأسهم السعودية : رسالة ماجستير تخصص اقتصاد دولي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة بانه ، السنة الجامعية 2007/2006 .
4. عبد الرحمن بن عزوز ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية ، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري — قسنطينة ، السنة الجامعية 2012/2011 .
5. عز الدين بن شرشار : دراسة اقتصادية قياسية لتقلبات أسعار الأوراق المالية في البورصة : دراسة حالة سوق الأسهم السعودي ، رسالة ماجستير تخصص تحليل واستشراف اقتصادي ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري — قسنطينة ، السنة الجامعية 2011/2010 .
6. عماد الدين شرابي ، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني ، رسالة ماجستير تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري — قسنطينة ، السنة الجامعية 2011/2010 .

المجلات والموسوعات :

1. أحسين عثمانى ، دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة الأسواق المالية بين الفرص والتحديات ، العدد 22 ، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، جامعة باتنة ، جوان 2010 .
2. جلال إبراهيم ، التحليل المالي في الأعمال التجارية ، الموسوعة الاقتصادية الإدارية ، دار الكتاب الحديث ، القاهرة ، 2009 .
3. صالح مفتاح ومعارفي فريدة ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية : دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، جامعة بسكرة ، العدد 07 ، 2010/2009 .
4. عصام أحمد البهجي ، الموسوعة القانونية ليورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية ، طبعة أولى ، دار الجامعة الجديدة ، الإسكندرية ، 2009 .

مواقع الانترنت :

1. <http://www.leblogpatrimoine.com/strategie/en-cas-de-deflation-ne-pas-investir-est-une-vrai-decision-dinvestissement.html>
2. http://www.abcbourse.com/apprendre/1_plusieurs_marches.html
3. <http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/sommaire.asp?codesage=TEF13>
4. <http://www.ccfa.fr/Analyse-statistiques>
5. <http://www.boursorama.com/actualites/peugeot--chiffre-d-affaires-en-hausse-de-1-9--ventes-en-progression-afcf9785bfcd5fedd9c81a5c52c0521a>
6. <http://www.abcbourse.com/analyses/chiffres.aspx?s=UGp>
7. <https://www.abcbourse.com/analyses/chiffres.aspx?s=RNOp>
8. <http://www.psa-peugeot-citroen.com/fr/finance/publications-financieres>
9. <http://www.renault.com/fr/lists/archivesdocuments/rapport-activite-2013.pdf>

الملاحق

الملحق رقم -1-

Indice des prix à la consommation par fonction de consommation en 2011

en indice base 100 en 1998

Fonctions de consommation	Fonction	Évolution 2011/10	Fonctions de consommation	Fonction	Évolution 2011/10		
	2011 ¹	Moyenne annuelle en % ²	Glissement déc. à déc. en % ³				
				2011 ¹	Moyenne annuelle en % ²	Glissement déc. à déc. en % ³	
Ensemble (y compris tabac)	10 000	2,1	2,5	Médecine non hospitalière	529	1,1	1,0
Ensemble (hors tabac)	9 807	2,1	2,4	Transport	1 596	4,7	4,1
Alimentation, boissons non alcoolisées	1 450	2,0	3,4	Achats de véhicules	414	1,4	1,5
Produits alimentaires	1 322	1,7	3,0	Utilisation de véhicules personnels	927	7,1	5,7
Boissons non alcoolisées	128	4,5	7,5	Services de transport	255	1,3	1,8
Boissons alcoolisées et tabac	358	3,7	4,1	Communications	235	-2,6	-2,9
Boissons alcoolisées	163	1,1	2,3	Loisirs et culture	915	-1,1	-0,5
Tabac	193	5,9	5,6	Équipements audio-visuels,			
Habillement et chaussures	474	0,1	3,0	photo et informatiques	225	-9,4	-8,6
Habillement	373	-0,2	3,2	Autres biens durables (loisirs)	21	1,8	0,1
Chaussures y compris réparation	101	1,1	2,2	Autres articles et équip. de loisirs	219	0,4	1,3
Logement, chauffage, éclairage	1 430	4,4	3,9	Services récréatifs et culturels	263	2,6	3,1
Loyers d'habitation	631	1,3	1,3	Presse, livres et papeterie	159	1,3	1,3
Entretien et réparation courante du log.	149	2,3	3,2	Voyages touristiques tout compris	28	1,6	1,6
Distribution d'eau et autres services	184	3,4	3,1	Éducation	24	1,6	1,9
Chauffage, éclairage	442	10,3	8,2	Hôtellerie, cafés, restaurants	716	2,3	2,4
Mobilier, équip. ménager, entretien maison	586	1,1	2,5	Restauration et cafés	565	1,7	2,1
Meubles, tapis, revêtements de sol	157	1,0	1,7	Services d'hébergement	131	3,4	4,2
Articles de ménage en textile	42	2,4	7,1	Autres biens et services	1 198	2,3	2,5
Appareils ménagers	88	-2,0	-1,6	Soins personnels	282	1,2	1,9
Verrerie, vaisselle, ustensiles de ménage	69	1,0	1,6	Effets personnels (non définis ailleurs)	122	8,4	8,3
Outils pour la maison et le jardin	51	1,0	1,6	Protection sociale	381	2,4	2,1
Entretien courant de l'habitation	159	2,8	5,1	Assurances	234	1,6	1,2
Santé	1 004	-0,1	0,0	Services financiers	66	1,4	1,0
Médicaments et produits pharmaceutiques	475	-1,4	-1,2	Autres services	112	2,4	2,7

1. Les pondérations de l'indice sont calculées chaque année à partir de la consommation des ménages au sens de la comptabilité nationale.

2. Évolution de l'indice moyen annuel (moyenne des douze indices mensuels).

3. Évolution de l'indice de décembre 2011 par rapport à l'indice de décembre 2010.

Champ : ensemble des ménages.

Source : Insee, indice des prix à la consommation.

Quelques hausses et baisses de prix entre décembre 2010 et décembre 2011

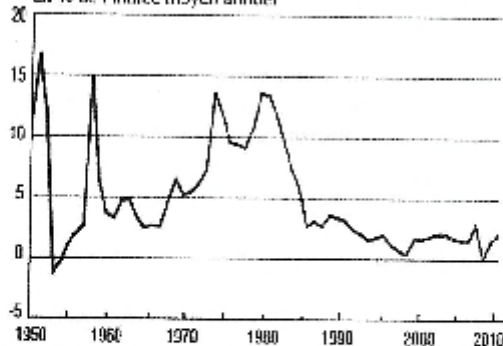
en %

Hausses	2011/10	Baisses	2011/10
Combustibles liquides	+ 17,4	Équipements photo et cinéma, instruments d'optique	- 16,0
Cafés	+ 16,1	Équipement de téléphone et de télécopie	- 13,2
Horlogerie, bijouterie, joaillerie	+ 12,9	Équipements audio-visuels	- 11,8
Huiles et margarines	+ 11,3	Légumes frais	- 8,9
Carburants	+ 10,4	Matériels de traitement de l'information	- 7,7
Hébergements de vacances	+ 8,7	Pneumatiques	- 5,7
Volaille	+ 7,3	Services de télécommunications	- 2,8
Fruits surgelés, appertisés ou secs	+ 6,3	Supports d'enregistrement du son et de l'image	- 2,4
Produits à base de sucre	+ 6,2	Appareils de lavage	- 2,2
Électricité	+ 6,1	Appareils de cuisson	- 2,1

Source : Insee, indice des prix à la consommation.

Variation annuelle de l'indice des prix à la consommation de 1950 à 2011

en % de l'indice moyen annuel



Source : Insee, indice des prix à la consommation.

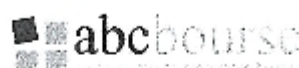
Évolution des indices des prix à la consommation harmonisés au sein de la zone euro et de l'UE

en %

Taux de variation annuel en décembre 2011			
Allemagne	2,3	Italie	3,7
Autriche	3,4	Luxembourg	3,4
Belgique	3,2	Malte	1,3
Chypre	4,2	Pays-Bas	2,5
Espagne	2,4	Portugal	3,5
Estonie	4,1	Slovaquie	4,6
Finlande	2,6	Slovenie	2,1
France	2,7	Zone euro à 17 pays	2,7
Grèce	2,2	UE à 27 pays	3,0
Irlande	1,4		

Source : Eurostat.

الملحق رقم -2-



ACCUEIL

ANALYSES

APPRENDRE

MARCHÉS

BOUTIQUE

COMMUNAUTÉ

JEU

PREMIUM

Chercher une valeur

Mon compte

Portefeuille virtuel

Listes de valeurs

Rechercher

Accueil > Analyses > Peugeot

Profil société de Peugeot

UG - FR000121501

[Cours](#) [Graphes](#) [News](#) [Analyses et conseils](#) [Société](#) [Warrants](#) [Vie du titre](#) [Secteur](#) [Forum](#)

PSA PEUGEOT CITROËN

Adresse: 75 avenue de la Grande Armée
FR-75116 Paris
France

Téléphone: +33 (0)1 40 66 55 11

Fax: +33 (0)1 40 66 54 14

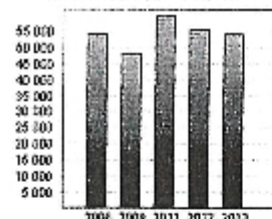
Carte d'identité

Marché	Compartiment A
Place de cotation	NYSE Euronext Paris(France)
Secteur d'activité	Automobile
Eligible au SRD	Oui
Eligible au PEA	Oui
Indicos	CAC All-Tradable, CAC Large 80, CAC Next20, Next 150, SBF 120, CAC All Shares
Nombre de titres	354 848 882
Capitalisation (milliers d'euros)	3 272 772

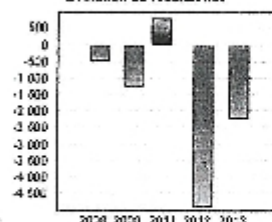
Rendement

Dividende (Date de versement)	1,1 € (02/05/2011)
Date Assemblée Générale	25.04.14
Rendement	3,47%

Evolution du chiffre d'affaires



Evolution du résultat net



Présentation de la société

Peugeot est le 2e constructeur automobile européen. Le CA par activité se répartit comme suit :

-vente de véhicules (69%) : 2,6 millions de véhicules particuliers et utilitaires légers vendus en 2012 (1 555 000 unités sous la marque Peugeot et 1 264 000 unités sous la marque Citroën) ;

-vente d'équipements automobiles (27,9% : Faurecia) : blocs avant (n° 1 européen), systèmes d'échappement (n° 2 mondial), sièges automobiles (n° 2 européen et n° 3 mondial), modules et composants pour l'intérieur du véhicule, etc. ;

-prestations de financement des ventes (2,9% ; Banque PSA Finance) ;

-autres (0,2%) : notamment production et vente de motocyclos. La répartition géographique du CA est la suivante : Europe (68,1%), Amérique latine (9,8%), Asie (6,2%) et autres (16,1%).

Dirigeants

Président du Directoire:	Philippe Varin
Membre du Directoire:	Jean-Baptiste Chatillon
Membre du Directoire:	Grégoire Olivier
Membre du Directoire:	Jean-Christophe Quémard
Membre du Directoire:	Carlos Tavares
Secrétaire Général:	Pierre Todorov
Finances:	Jean-Baptiste Chatillon
Communication:	Jonathan Goodman
Contact Investisseurs:	Carole Dupont-Pietri
Communication Financière:	Carole Dupont-Pietri

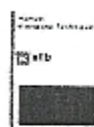
Actionnaires principaux

Investisseurs institutionnels étrangers:	29,20 %
Peugeot:	18,13 %
Investisseurs Institutionnels Français:	14,72 %
Dongfeng Motor (Hong Kong) International Co.:	14,13 %
Autocontrôle:	3,60 %
Salariés:	3,23 %

تابع الملحق رقم - 2 -

Compte de résultat	Bilans	Ratios financiers	Trimestriels		
	2008	2009	2011	2012	2013
Ecart d'acquisition	1 312 000	1 312 000	1 562 000	1 564 000	1 561 000
Immobilisations incorporelles	4 157 000	4 535 000	5 469 000	4 133 000	4 032 000
Immobilisations corporelles	14 125 000	13 460 000	14 074 000	12 438 000	10 915 000
Actifs financiers non courants	1 829 000	1 980 000	3 071 000	2 717 000	2 930 000
Stocks et travaux en cours	7 757 000	5 360 000	5 609 000	5 193 000	5 626 000
Créances clients et comptes rattachés	1 665 000	1 693 000	2 220 000	1 627 000	1 665 000
Autres actifs	27 475 000	26 754 000	29 646 000	29 166 000	25 180 000
Trésorerie et équivalents de trésorerie	3 230 000	9 817 000	6 120 000	6 811 000	7 755 000
Total actif	61 720 000	64 121 000	68 991 000	64 348 000	59 664 000
Capitaux propres	13 277 000	12 447 000	14 494 000	13 557 000	7 791 000
Provisions pour risques et charges non courant	900 000	985 000	712 000	646 000	1 083 000
Dettes financières non courantes	4 491 000	9 259 000	7 633 000	7 607 000	8 076 000
Dettes financières courantes	21 746 000	20 655 000	22 286 000	21 655 000	23 224 000
Fournisseurs et comptes rattachés	5 417 000	6 414 000	9 665 000	8 463 000	8 166 000
Autres passifs	13 963 000	10 438 000	11 897 000	12 464 000	11 212 000
Total passif	61 720 000	64 121 000	68 991 000	64 849 000	55 664 000

Les chiffres de ce tableau sont en milliers d'euros. La monnaie est EUR.

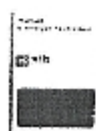


Recevez gratuitement
le guide de
l'analyse technique

تابع الملحق رقم -2-

Compte de résultat	Bilans	Ratios financiers	Trimestriels		
	2008	2009	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires	54 355 000	46 417 000	59 912 000	55 446 000	54 090 000
Produits des activités ordinaires	54 355 000	46 417 000	59 912 000	55 446 000	54 090 000
Résultat opérationnel	-307 000	-1 418 000	596 000	-4 689 000	-1 346 000
Coût de l'endettement financier net	-96 000	-406 000	-217 000	-273 000	-488 000
Quote part résutat des Sociétés Mises en Equ	-	-	173 000	160 000	176 000
RN des activités abandonnées	-	-	-	805 000	-3 000
Résultat net	-500 000	-1 274 000	764 000	-4 925 000	-2 218 000
Résultat net (part du groupe)	-343 000	-1 191 000	568 000	-5 010 000	-2 317 000

Les chiffres de ce tableau sont en milliers d'euros. La monnaie est EUR.



Recevez gratuitement
le guide de
l'analyse technique

BILANS CONSOLIDES

ACTIF

31 décembre 2013				
(en millions d'euros)	Activités industrielles et commerciales	Activités de financement	Éliminations	Total
Activités poursuivies				
Écarts d'acquisition (note 14)	1 484	77	-	1 561
Immobilisations incorporelles (note 14)	3 962	70	-	4 032
Immobilisations corporelles (note 15)	10 898	17	-	10 915
Titres mis en équivalence (note 18)	1 490	83	-	1 573
Titres de participation	22	10	-	32
Autres actifs financiers non courants (note 17)	670	53	-	723
Autres actifs non courants (note 18)	598	5	(1)	602
Actifs d'impôts différés (note 12)	459	74	-	533
Total des actifs non courants	19 583	389	(1)	19 971
Actifs d'exploitation				
Prêts et créances des activités de financement (note 19)	-	21 335	(55)	21 280
Titres de placement des activités de financement (note 20)	-	829	-	829
Stocks (note 21)	5 625	-	-	5 625
Clients des activités industrielles et commerciales (note 22)	821	-	(156)	1 665
Impôts courants (note 12)	161	43	(16)	188
Autres débiteurs (note 23)	1 640	857	(131)	2 166
	9 248	22 864	(358)	31 754
Actifs financiers courants (note 24)	141	-	-	141
Trésorerie et équivalents de trésorerie (note 25)	6 161	1 804	(210)	7 755
Total des actifs courants	15 550	24 656	(568)	39 638
Total des actifs des activités poursuivies	35 133	25 057	(569)	59 621
Total des actifs des activités destinées à être cédées	43	-	-	43
Total actif	35 176	25 057	(569)	59 664

PASSIF

31 décembre 2013				
(en millions d'euros)	Activités industrielles et commerciales	Activités de financement	Éliminations	Total
Capitaux propres (note 26)				
Capital social	-	-	-	355
Titres d'autocontrôle	-	-	-	(351)
Reserves et résultats nets - Part du groupe	-	-	-	6 878
Intérêts minoritaires	-	-	-	909
Total des capitaux propres				7 791
Activités poursuivies				
Passifs financiers non courants (note 28)	9 081	-	-	9 081
Autres passifs non courants (note 30)	3 045	-	(1)	3 044
Provisions non courantes (note 27)	1 067	16	-	1 083
Passifs d'impôts différés (note 12)	475	347	-	822
Total des passifs non courants	12 668	363	(1)	13 030
Passifs d'exploitation				
Dettes des activités de financement (note 32)	-	20 444	(216)	20 228
Provisions courantes (note 27)	2 564	89	-	2 653
Fournisseurs d'exploitation et comptes associés	8 177	-	(12)	8 165
Impôts courants (note 12)	116	44	(16)	144
Autres créanciers (note 33)	4 110	528	(281)	4 357
	14 967	21 405	(525)	35 847
Passifs financiers courants (note 29)	3 039	-	(43)	2 996
Total des passifs courants	18 006	21 405	(568)	38 843
Total des passifs des activités poursuivies ⁽¹⁾	30 674	21 768	(569)	51 873
Total des passifs des activités destinées à être cédées	-	-	-	-
Total passif				59 664

⁽¹⁾ hors capitaux propres

COMPTES DE RESULTATS CONSOLIDES

	2013			
(en millions d'euros)	Activités industrielles et commerciales	Activités de financement	Éliminations	Total
Activités poursuivies				
Chiffre d'affaires (note 6)	52 627	1 773	(310)	54 090
Coûts des biens et services vendus	(45 260)	(1 014)	310	(45 964)
Frais généraux et commerciaux	(6 027)	(391)	-	(6 418)
Frais de recherche et de développement (note 6)	(1 885)	-	-	(1 885)
Résultat opérationnel courant	(545)	368	-	(177)
Produits opérationnels non courants (note 9)	413	-	-	413
Charges opérationnelles non courantes (note 9)	(1 582)	-	-	(1 582)
Résultat opérationnel	(1 714)	368	-	(1 346)
Produits sur prêts, titres de placement et trésorerie	138	-	-	138
Charges de financement (note 10)	(624)	-	-	(624)
Produits à caractère financier (note 11)	71	-	-	71
Charges à caractère financier (note 11)	(243)	-	-	(243)
Résultat avant impôt des sociétés intégrées	(2 372)	368	-	(2 004)
Impôts courants	(198)	(123)	-	(321)
Impôts différés	(51)	(15)	-	(66)
Impôts sur les résultats (note 12)	(249)	(138)	-	(387)
Résultat net des sociétés mises en équivalence (note 16)	160	8	-	176
Résultat net des activités poursuivies	(2 453)	238	-	(2 215)
Dont part du groupe	(2 544)	223	6	(2 315)
Activités destinées à être cédées				
Résultat net des activités destinées à être cédées	(3)	-	-	(3)
Résultat net consolidé	(2 456)	238	-	(2 218)
Dont part du groupe	(2 546)	223	6	(2 317)
Dont part des minoritaires	90	15	(5)	99
(en euros)				
Résultat net des activités poursuivies - part du groupe - par action de 1 euro (note 13)				(8.76)
Résultat net - part du groupe - par action de 1 euro (note 13)				(8.77)
Résultat net des activités poursuivies - part du groupe - dilué par action de 1 euro (note 13)				(8.76)
Résultat net - part du groupe - dilué par action de 1 euro (note 13)				(8.77)

تابع الملحق رقم - 2 -



Abonnés | Contactez

Bourse de Paris

[Accueil](#)
[Cours](#)
[Centre d'apprentissage](#)
[Informations Pratiques](#)
[Événements](#)

FR

PEUGEOT

PEUGEOT 09/05/2014 17:38 CET

Le volume peut être différent.
Plus

Segment: Local securities

UG € **9,51**
(clôture)

 Depuis veille
 +0,36 (+3,93%)
 Depuis fermeture
 +0,419 (+4,61%)

 Volume 12.144.397 [17:38]
 Clôture veille €9,15 [08/05/2014]
 Ouvert €9,091
 52 semaines €4,12366 - €10,37672

 Achat 8,493 Bid Qty 1.915 Limite 10,40 Haut 9,540 [10:24] Capitaux €14.404.652,32
 Vente 9,51 Ask Qty 26.684 8,56 Bas 9,081 [09:01] Transactions 25.656
 Au 09/05/2014 17:39 Capitalisation 4703M€

NYSE Euronext Paris | ISIN FR0000121501

UG



Liens associés

- Notices et Caractéristiques
- Informations marché

Intraday / Historique

Graphique

Données

Zoom: 1d 5d 1m 3m 6m / 31-12 1a 5a Max

Notices

 29 APR 2014 | CE - Shares - Increase with subscription
 right
 PAR_20140428_03133_EUR

 28 APR 2014 | CE - Stock warrant - Free allocation
 PAR_20140426_03064_EUR

 21 SEP 2012 | CE - Diverse announcement
 PAR_20120921_08778_EUR

 20 SEP 2012 | CE - Diverse announcement
 PAR_20120920_08761_EUR

 20 MAR 2012 | CE - Shares - Increase with subscription
 right
 PAR_20120326_04004_EUR

PLUS...

NYSE temps réel - Avancement



INDICES | INDICES SECTORIELS

Comparaisons

- ☐
- AEX
- ☐
- BEL20
- ☐
- CAC40
-
- ☐
- PSI20

IMPRIMER

TÉLÉCHARGEMENT

Retour en haut

Carnet d'ordres

Au 09 May 2014 17:39 CET

Données | Graphique

Refresh

RAPPORT D'ACTIVITÉ 2013



2.2. COMPTES CONSOLIDÉS

2.2.1. COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(En millions d'euros)	2013
Chiffre d'affaires (note 4)	40 932
Coûts des biens et services vendus	(33 611)
Frais de recherche et développement (note 11-A)	(1 812)
Frais généraux et commerciaux	(4 267)
Marge opérationnelle (note 5)	1 242
Autres produits et charges d'exploitation (note 6)	(1 276)
Autres produits d'exploitation	222
Autres charges d'exploitation	(1 498)
Résultat d'exploitation	(34)
Produits (charges) d'intérêts nets	(267)
Produits d'intérêts	183
Charges d'intérêts	(450)
Autres produits et charges financiers	(15)
Résultat financier (note 7)	(282)
Plus-value de cession des titres AB Volvo (note 14)	-
Part dans le résultat des entreprises associées et des coentreprises	1 444
Nissan (note 13)	1 498
Autres entreprises associées et coentreprises (note 14)	(54)
Résultat avant impôts	1 128
Impôts courants et différés (note 8)	(433)
Résultat net	695
Résultat net – part des participations ne donnant pas le contrôle	109
Résultat net – part des actionnaires de la société mère	586
Résultat net de base par action ⁽¹⁾ en euros (note 9)	2,15
Résultat net dilué par action ⁽¹⁾ en euros (note 9)	2,14
Nombre d'actions retenues (en milliers) (note 9)	
Pour le résultat net de base par action	272 290
Pour le résultat net dilué par action	274 096

2.2.3. SITUATION FINANCIÈRE CONSOLIDÉE

ACTIFS (En millions d'euros)		31 déc. 2013
ACTIFS NON COURANTS		
Immobilisations incorporelles (note 11-A)		3 282
Immobilisations corporelles (note 11-B)		10 973
Participations dans les entreprises associées et coentreprises		14 874
Nissan (note 13)		14 068
Autres entreprises associées et coentreprises (note 14)		806
Actifs financiers non courants (note 22)		1 530
Impôts différés actifs (note 8)		396
Autres actifs non courants (note 18)		1 076
Total actifs non courants		32 131
ACTIFS COURANTS		
Stocks (note 15)		3 162
Créances de financement des ventes (note 16)		23 650
Créances clients de l'Automobile (note 17)		970
Actifs financiers courants (note 22)		1 098
Créances d'impôts courants		64
Autres actifs courants (note 18)		2 256
Trésorerie et équivalents de trésorerie (note 22)		11 661
Total actifs courants		42 861
TOTAL ACTIFS		74 992

CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS (En millions d'euros)		31 déc. 2013
CAPITAUX PROPRES		
Capital		1 127
Primes d'émission		3 785
Titres d'autocontrôle		(187)
Réévaluation des instruments financiers		571
Écart de conversion		(3 674)
Réserves		20 629
Résultat net – part des actionnaires de la société mère		586
Capitaux propres – part des actionnaires de la société mère		22 837
Capitaux propres – part des participations ne donnant pas le contrôle		377
Total capitaux propres (note 19)		23 214
PASSIFS NON COURANTS		
Impôts différés passifs (note 8)		121
Provisions – part à plus d'un an (note 20)		2 544
Passifs financiers non courants (note 23)		7 100
Autres passifs non courants (note 21)		1 119
Total passifs non courants		10 884
PASSIFS COURANTS		
Provisions – part à moins d'un an (note 20)		1 095
Passifs financiers courants (note 23)		2 921
Dettes de financement des ventes (note 23)		23 757
Fournisseurs		6 171
Dettes d'impôts courants		126
Autres passifs courants (note 21)		6 824
Total passifs courants		40 884
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS		74 992

Profil société de Renault

RNO - FR0000131903

[Cours](#) [Graphes](#) [News](#) [Analyses et conseils](#) [Société](#) [Warrants](#) [Vie du titre](#) [Secteur](#) [Forum](#)


Adresse: 13-15 quai Le Gallo

France

Téléphone: +33 (0)1 76 84 04 04

Fax: +33 (0)1 76 84 50 53

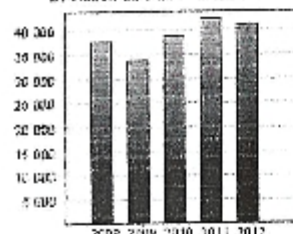
Carte d'identité

Marché: Compartiment A
 Place de cotation: NYSE Euronext Paris(France)
 Secteur d'activité: Automobile
 Eligible au SRD: Oui
 Indices: CAC All Shares, CAC All Traded, CAC Large 60, Euronext 100, Stoxx France 50, CAC 40
 Nombre de titres: 295 722 234
 Capitalisation (milliers d'euros): 21 697 144

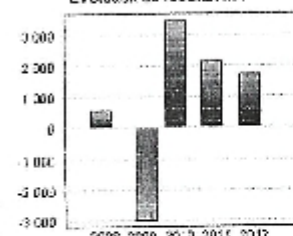
Rendement

Dividende (Date de versement): 1,72 € (12/05/2014)
 Date Assemblée Générale: 30.04.14
 Rendement: 2,49%

Evolution du chiffre d'affaires



Evolution du résultat net



Présentation de la société

Renault est le 2e constructeur automobile français. Le CA par activité se répartit comme suit :

-vente de véhicules (94,0%) : 2,6 millions de véhicules particuliers et utilitaires vendus en 2012 (2,1 millions sous la marque Renault, 359 822 sous la marque Dacia et 65 681 sous la marque Renault Samsung) ;

-prestations de services (5,1%) : prestations de financement des ventes (achat, location, crédit-bail, etc. ; RC Banque) et de services associés (entretien, extension de garantie, assistance, etc.). A fin 2012, le groupe dispose de 32 sites industriels dans le monde. La répartition géographique du CA est la suivante : France (25,4%), Europe (33,4%), Amériques (14,9%), Asie-Pacifique (8,7%) et autres (15,6%).

Dirigeants

Président Directeur Général: Carlos Ghosn
 Directeur Général Délégué: Carlos Tavares
 Directeur Délégué: Mouna Sepehri
 Finances: Dominique Thormann
 Communication: Frédéric Crocuel
 Contact Investisseurs: Thierry Huon

Actionnaires principaux

Etat Français: 15,01 %
 Nissan: 15,00 %
 The Capital Group Companies: 5,01 %
 Daimler: 3,10 %
 Salaries: 2,97 %
 Autocontrôle: 1,37 %

Compte de résultat [Bilan](#) [Ratios financiers](#) [Trimestriels](#)

	2008	2009	2010	2011	2012
Erart d'acquisition	274 000	232 000	250 000	246 000	243 000
Immobilisations incorporelles	4 039 000	3 831 000	3 427 000	3 472 000	3 239 000
Immobilisations corporelles	12 818 000	12 294 000	11 504 000	11 357 000	11 534 000

1/5/2014

Renault : chiffres clés de la société

Actifs financiers non courants	16 170 000	13 634 000	16 362 000	17 639 000	17 415 000
Stocks et travaux en-cours	5 266 000	3 932 000	4 567 000	4 429 000	3 864 000
Créances clients et comptes rattachés	20 070 000	19 340 000	20 605 000	23 175 000	24 374 000
Autres actifs	4 136 000	2 962 000	3 367 000	3 944 000	3 585 000
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2 058 000	2 023 000	10 325 000	8 672 000	11 180 000
Total actif	63 831 000	63 978 000	70 107 000	72 934 000	75 414 000
Capitaux propres	19 416 000	13 472 000	22 767 000	24 567 000	24 547 000
Provisions pour risques et charges non courant	1 543 000	1 329 000	2 243 000	2 227 000	2 496 000
Dettes financières non courantes	5 773 000	9 048 000	7 036 000	6 327 000	6 822 000
Dettes financières courantes	5 219 000	23 737 000	23 775 000	25 135 000	26 295 000
Fournisseurs et comptes rattachés	24 370 000	8 911 000	8 346 000	6 202 000	6 550 000
Autres passifs	7 439 000	6 981 000	7 751 000	8 385 000	8 792 000
Total passif	63 831 000	63 978 000	70 107 000	72 934 000	75 414 000

Les chiffres de ce tableau sont en milliers d'euros. La monnaie est EUR.



Recevez gratuitement
le guide complet du
Marché des Changes

Profil société de Renault

RNO - FR0000131906

[Cours](#) [Graphes](#) [News](#) [Analyses et conseils](#) [Société](#) [Warrants](#) [Vie du titre](#) [Secteur](#) [Forum](#)


Adresse: 13-15 quai Le Gall

France

Téléphone: +33 (0)1 76 84 04 04

Fax: +33 (0)1 76 84 50 33

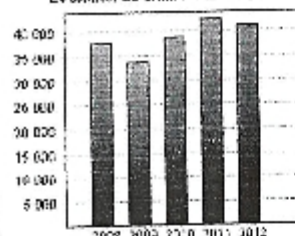
Carte d'identité

Marché	Compartiment A
Place de cotation	NYSE Euronext Paris(France)
Secteur d'activité	Automobile
Eligible au SRD	Oui
Indices	CAC All Shares, CAC All-Tradedable, CAC Large 60, Euronext 100, Stoxx France 50, CAC 40
Nombre de titres	235 722 284
Capitalisation (milliers d'euros)	21 697 144

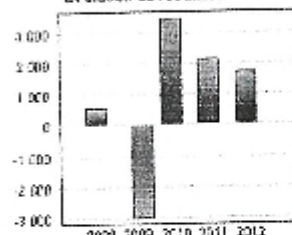
Rendement

Dividende (Date de versement)	1,72 € (12/05/2014)
Date Assemblée Générale	30.04.14
Rendement	2,48%

Evolution du chiffre d'affaires



Evolution du résultat net



Présentation de la société

Renault est le 2^e constructeur automobile français. Le CA par activité se répartit comme suit :

-vente de véhicules (94,9%) : 2,5 millions de véhicules particuliers et utilitaires vendus en 2012 (2,1 millions sous la marque Renault, 359 922 sous la marque Dacia et 65 691 sous la marque Renault Samsung) ;

-prestations de services (5,1%) : prestations de financement des ventes (achat, location, crédit-bail, etc.) (RCI Banque) et de services associés (entretien, extension de garantie, assistance, etc.). A fin 2012, la groupe dispose de 32 sites industriels dans le monde. La répartition géographique du CA est la suivante : France (20,4%), Europe (33,4%), Amériques (14,9%), Asie-Pacifique (9,7%) et autres (15,6%).

Dirigeants

Président Directeur Général	Carlos Ghosn
Directeur Général Délégué	Carlos Tavares
Directeur Délégué	Mouna Sepahri
Finances	Dominique Thormann
Communication	Frédéric Grucel
Contact Investisseurs	Thierry Huon

Actionnaires principaux

Etat Français	15,01 %
Nissan	15,00 %
The Capital Group Companies	5,01 %
Daimler	3,10 %
Salaries	2,97 %
Autocontrôle	1,37 %

Données de référence	Bilans	Ratios financiers	Trimestriels		
	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	37 791 000	33 712 000	36 971 000	42 628 000	41 270 000
Produits des activités ordinaires	37 791 000	33 712 000	36 971 000	42 628 000	41 270 000
Résultat opérationnel	-117 000	-986 000	636 000	1 244 000	122 000

Coût de financement financier net	-216 000	-353 000	-354 000	-219 000	-267 000
Quote part résultats des Sociétés Mises en Eau	437 000	-1 551 000	1 269 000	1 524 000	1 504 000
FN des activités abandonnées	-	-	-	-	924 000
Résultat net	559 000	-3 068 000	3 490 000	2 139 000	1 735 000
Résultat net (part du groupe)	571 000	-3 125 000	3 420 000	2 092 000	1 772 000

Les chiffres de ce tableau sont en milliers d'euros. La monnaie est EUR.



Recevez gratuitement
le guide complet du
Marché des Changes

تابع الملحق رقم - 3 -


[About us](#) | [Actualité](#) | [Contact us](#)

Euronext


[Recherche cours](#) [Recherche site](#)

RENAULT

RENAULT 09/05/2014 17:30 CET

Segment: Local securities

RNO € **68,38**
 CLOSED

 Depuis veille
 -1,13 (-1,63%)
 Depuis fermeture
 -1,02 (-1,47%)

 Volume 1.058.680 [17:30]
 Clôture veille 659,51 [05/05/2014]
 Ouvert 659,40
 52 semaines 650,24- 676,10

 Achat 68,36 Qty 610 Limite 72,48 Haut 69,78 [09:11] Capitaux €72.197.525,15
 Ventes 68,36 Qty 860 64,28 Bas 67,70 [13:45] Transactions 8.540
 Au 05/05/2014 17:39 Capitalisation 20221M€

NYSE Euronext Paris ISIN FR0000131926

Intraday / Historique (#)

Graphique (#)

Données (#)

Zoom: 1d (#) 5d (#) 1m (#) 3m (#) 6m (#) / 31-12 (#) 1a (#) 5a (#) Max (#)

NYSE temps réel - Avertissement (Modèles)

INDICES (#)

INDICES SECTORIELS (#)

Comparaisons

☐ AEX☐ BEL20☐ CAC40☐ PS 20

IMPRIMER (#)

TÉLÉCHARGEMENT (#)

Retour en haut (maison)

Carnet d'ordres (#)

Au 09 May 2014 17:38 CET

Données (#) | Graphique (#)

Refresh

# ORDRES	# ACTIONS	ACHAT	VENTE	# ACTIONS	# ORDRES
1	860	68,36	68,38	860	1

الملخص :

يرتكز التحليل الأساسي على تقييم التوازن المالي للشركة أو للدولة ، علاوة على تحديد استراتيجياتها. كذلك فإن هذا المنهج يقوم على التحليل الدقيق للسجلات المحاسبية والبيانات المالية المتعلقة بنشاط الشركة. حيث يكون من المهم تحديد الوضع التنافسي وكذا سياسة الموارد البشرية الخاصة بالشركة. كما أن التحليل الأساسي يفيد في تقديم موجز عن الحالة الاقتصادية للشركة أو للبلد . وبناء على هذا ، يكون باستطاعة المستثمرين اكتساب رؤية حول ما إذا كانت الشركة محل الدراسة مقيمة بأكثر مما يجب أو بأقل مما يجب. وفضلا عن ذلك يمكن أن يكون التحليل الأساسي سندا حقيقيا لعملية صنع القرار وهو ينصب في أغلب الحالات على الاستثمارات طويلة الأجل ؛ ناهيك عن التواجد المنتظم بالأسواق وهذا حتى في أوقات الأزمات .

في الأخير، نخلص إلى القول بأن التحليل الأساسي يمثل مصدرا متميزا لثقافة الشركة ، يمكن من خلاله التعرف عليها وعلى نشاطها وكذلك على هوامشها ومنتجاتها ؛ بالإضافة إلى التعرف على إستراتيجيتها المسطرة ، وهو بذلك يشكل إسهاما فكريا لا يستهان به .

الكلمات المفتاحية :

1/ سوق الأوراق المالية الكفوءة

2/ القيمة العادلة

3/ التحليل الأساسي

4/ القرار الاستثماري الرشيد

Résumé

L'analyse fondamentale consiste à évaluer l'équilibre financier d'une société ou d'un Etat , mais également de déterminer sa stratégie.

Ainsi, l'analyse fondamentale consistera, à analyser de manière précise les différents documents comptables et les bilans financiers relatifs à l'activité de l'entreprise. Il est également important de déterminer le contexte concurrentiel, ainsi que la politique de ressources humaines qui sont d'autres éléments propres à la société.

L'intérêt de l'analyse fondamentale est ainsi de donner un résumé de la situation économique d'une société ou d'un pays. A partir de là, les investisseurs pourront obtenir une vision quant à la surévaluation ou sous-évaluation de l'entreprise étudiée.

L'analyse fondamentale peut être un véritable support d'aide à la prise de décisions et se fixe dans la majorité des cas, sur des investissements à long terme mais également sur une présence régulière sur les marchés et ceci même en période de crise.

Enfin, l'analyse fondamentale est une formidable source de culture d'entreprise, connaître les sociétés, leurs activités, marges et produits, les stratégies mises en œuvre, etc. constitue un apport intellectuel non négligeable.

Les mots clés :

1/Le marché financier efficient

2/La valeur réelle

3/L'analyse fondamentale

4/La décision d'investissement rationnelle