

أهمية وتأثير الأسهم المرهونة  
والمؤشرات المالية لدعم القرار  
الاستثماري

دراسة حالة لبعض أسهم سوق الكويت  
للأوراق المالية

باحث رئيسي : أ. ناصر مشعان المطيري

مدرس بقسم الإدارة كلية الدراسات التجارية -  
الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب  
الحكومية

باحث مشارك : د. ناصر خليف العنزي

نائب رئيس قسم التدريب المكتبي بكلية  
الدراسات التجارية ومحاسب قانوني ومحامي سابق

## الفهرس والمحتويات

رقم الصفحة	الموضوع	القسم
٣	الاطار العام للبحث : ملخص البحث	الفصل الأول
٤	المقدمة	١-١
٥	أهمية البحث	٢-١
٥	أهداف البحث	٣-١
٦	تحديد المشكلة	٤-١
٧	خطة البحث	٥-١
٧	توقعات البحث ومحدداته	٦-١
٨	الدراسات السابقة	الفصل الثاني
٩	المقدمة	١-٢
٩	دراسة أهم المؤشرات المالية والمهنية	٢-٢
١٤	تجربة الصناديق الصناديق الاماراتية	٣-٢
١٥	اسواق رأس المال وتحسين الأداء الاقتصادي	٤-٢
١٦	الاستفادة من تجارب الصناديق الاستثمارية وطريقة تقييمها وأدائها ومشاراتها	٥-٢
١٨	أهمية ومزايا الأسهم المرهونة بالمستثمرين والبنوك	الفصل الثالث
١٩	المقدمة	١-٣
٢٠	التعرف على طبيعة الأسهم المرهونة في ملكيات	٢-٣
٢٣	أهم البيانات من الواقع المالي لشركة (زين) وأسهمها المرهونة	٣-٣
٢٤	التوصيات ونتائج التحليل المالي والاستثماري	٤-٣

## الفصل الأول

١-١ المقدمة

٢-١ أهمية البحث

٣-١ أهداف البحث

٤-١ تحديد المشكلة

٥-١ خطة البحث

٦-١ توقعات البحث ومحدداته

## ١-١ المقدمة :

من الأهمية للمستثمر وجود دليل استثماري يسترشد به أو مقاييس علمية عملية لاتخاذ القرار أو لاحتمال وجود التزامات قانونية مثل الرهن أو الديون على الاستثمار المرغوب حيث قد توجد بعض الالتزامات الغير مباشرة أو الحقوق للغير على أسهم الشركات أو ملكياتها مثل أن تكون الأسهم مرهونة لدى دائن مرتهن كالبنوك الدائنة أو الضامنة أو حقوق الغير بين الشركات ذاتها وبين الشركات والبنوك ، حيث ستركز هذه الدراسة على أهمية خلق وتحديد وربط عدة مؤشرات في آن واحد لتحقيق أفضل قيمة مضافة للمستثمر أو لتقليل المخاطر الاستثمارية بهدف بناء والتعرف على أهم هذه المؤشرات المالية وأهميتها بهدف تحقيق الكفاءة الاستثمارية وبهدف دعم القرار الاستثماري .

حيث يتضح من الدراسات السابقة أن من أهم الأسباب الأزمة المالية عدم استدراك المستثمرين أو الشركات أهمية هذه المؤشرات أو الحقوق المالية مثل تقييم وتحديد طبيعة الرهون حيث لا توجد دراسة مباشرة منخفضة بهذا الخصوص على بعض الأسهم الكويتية . لذلك سوف يتم التعرف على أهم الأساليب المالية والاستثمارية وبحث أهمية تقييم وتحديد الأسهم المرهونة لملكيات الشركات المساهمة والمدرجة حيث أن لهذا الجانب من التحليل الاستثماري آثار ايجابية تحفز المستثمر وتساعد على خلق مقارنات استثمارية تساعد المستثمر لدعم القرار الاستثماري حيث أن لدى الكثير من المستثمرين لهم أسهم مرهونة لها أثر استثماري وإرشادي لدعم القرار الاستثماري لدى المستثمرين وبهدف خلق إفصاح ولجعل الكويت مركز استثماري جاذب وتصبح مركز جاذب علمي .

## ٢-١ أهمية البحث :

ومن المهم للمستثمر البحث عن العلاقة السببية الاستثمارية لخلق ترابط بين عدة مؤشرات مالية لما قد يؤخذ بالحسبان لدى المستثمر العادي ويهدف البحث لتحقيق أفضل قيمة مضافة ومن خلال تقليل المخاطر الاستثمارية بحيث أن تعريف المستثمر بهذه الأساليب العلمية والاستثمارية تساعد على خلق وعي استثماري وبيئة استثمارية وحماية قانونية وشفافية للجميع ، وسيتم تطبيق بعض هذه المؤشرات المالية على بعض الأسهم المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية كدراسة حالة لذلك ، حيث سوف نتعرف على بعض هذه المؤشرات المالية والتي سوف تساعدنا على وضع محاذير ومحفزات استثمارية تدعم القرار الاستثماري وتمنع الاكتتابات الوهمية التي تربك الاقتصاد الوطني والمستثمر على حد سواء .

## ٣-١ أهداف البحث :

يهدف البحث إلى تعريف المستثمر أو الشركات المساهمة على أهمية تطبيق المؤشرات المالية والقانونية مثل وجود ملكيات مرهونة للمستثمرين الرئيسيين الذين يملكون ما لا يقل عن ( ٥% ) من رأسمال الشركة التي قد يكون بينها ترابط استثماري أحياناً فغالبا لا تقرأ البيانات المالية بصورة مباشرة مثل أن يكون حقوق الغير أو قضايا متداولة لا يتم الإفصاح عنها بالإدارة التي

قد يتم استغلالها بطرق احتيالية وبحيث تصبح مصيدة استثمارية لبعض المستثمرين الغير مدركين لأهمية بعض هذه المؤشرات ، وسيتم الاستفادة من بعض تجارب الدول الحديثة والتي سبقت دولة الكويت في وضع محاذير استثمارية ومقاييس ترشد المستثمر حيث أن معالجة هذا النقص التشريعي من خلال الاستفادة من تجارب الدول الحديثة ووضع توصيات تدعم السياسة الاستثمارية وبهدف خلق جذب استثماري للاقتصاد الوطني وخلق الحماية الاستثمارية ولمعالجة القصور الحالي من خلال وضع مؤشرات مستحدثة لتوعية لمستثمرين العاديين .

#### **٤-١ تحديد المشكلة :**

يتطرق هذا البحث للتعرف على أهمية معالجة الاشكاليات في عدم وضوح ووجود مؤشرات استثمارية وعلمية ومهنية ترشد المستثمر لمعالجة الأساليب الاحتياطية الاستثمارية التي يقوم بها بعض المدلسين الذين يستغلون قلة الوعي الاستثماري والقصور في التشريعات .

وسيتم ذلك بالتعرف على أهمية الرهن الاستثماري وكذلك التعرف على بعض المؤشرات حقوق الغير على بعض ملكيات الأسهم أو وجود رهون أو قرارات إدارية نتيجة القصور في تنفيذها صادرة من الجمعية العمومية العادية وغير العادية أو نتيجة عدم قيام الشركة بالجمعيات العمومية أو غير العادية ، حيث أن دعوة المساهمين أو المستثمرين سيكشف القصور الإداري والاستثماري . وللعلم فقد استحدث قانون الشركات الكويتي رقم السنة ٢٠١٦ وتعديلاته بعض الآليات الرقابية مثل لكل ذي مصلحة أو مساهم إذا كان لديه الحق بالتقدم لشكوى أمام وزارة التجارة والصناعة لبحث هذه الشكوى الاستثمارية بهدف دعوى جمعية عمومية لاتخاذ واطلاع المساهمين على حقيقة المركز المالي للشركة حيث أن هذه الآليات لم تكن في قانون الشركات القديم حيث ذات وكذلك يوجد بعض الاجراءات الرقابية مثل حق الرقابة والتفتيش وحق دعوة للجمعية العمومية العادية وكذلك من خلال صلاحية التقدم بالشكوى في حالة وجود مخالفات مالية نص عليها قانون الشركات.

#### **٥-١ خطة البحث :**

سوف يكون التركيز على تطبيق على منهج التحليل المالي والاستثماري من خلال تطبيق بعض المؤشرات المالية أو من خلال التعرف على أهم الالتزامات المالية أو الرهون لحقوق الغير على الأسهم والآلية الرقابية المستحدثة مما قد يحقق بعض المزايا ذات مزايا استثمارية أو ايجابية أو سلبية عند تطبيقها وسوف يتم تطبيق ذلك على بعض الأسهم المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية ، وكذلك التعرف على أهم الاجراءات التي نوصي باتباعها بهدف رفع القيمة المضافة للمستثمرين وتطوير وبناء أدوات للتقييم الاستثماري ووضع توصيات تهدف لتحذير المستثمرين من خلال معالجة النقص التشريعي وتحقيق أفضل افصاح ووعي استثماري .

## ٦-١ محددات البحث وتوقعاته :

يستند فرض هذا البحث على أن تطبيق بعض المؤشرات المالية والتعرف على دراسة أهم الرهون بالملكيات الاستثمارية برأسمال أو حقوق الغير أو الالتزامات القانونية يساعد المستثمرين على رفع القيمة المضافة لاستثماراتهم وكذلك يهدف في خلق أدوات رقابية وارشادية للمستثمرين من خلال وضع آليات رقابية على مدى كفاءة مجلس الإدارة لحماية المساهمين والغير وكذلك سيتم استعراض بعض الآليات الرقابية الواردة بقانون الشركات الجديد بهدف خلق آليات تطوير الأداء الإداري والاستثماري لمجلس إدارة الشركات المساهمة .

## الفصل الثاني

### الدراسات السابقة

١-٢ مقدمة

٢-٢ دراسة أهم المؤشرات المالية والمهنية

٣-٢ تجربة الصناديق الإماراتية

٤-٢ بعض التدابير والإجراءات العالمية لمواجهة أزمة أسواق  
المال

٥-٢ الاستفادة من تجارب الصناديق الاستثمارية وطريقة  
تقييمها وأدائها ومؤشراتها

## الفصل الثاني : أهم الدراسات والبحوث السابقة والمشابهة

### ١-٢ المقدمة :

سيتم في هذا الفصل استعراض أهم الدراسات والبحوث التي لها أهداف علاقة بحثية تتشابه مع دراستنا حيث أن التعرف على طبيعة هذه البحوث ومشاكلها البحثية وطريقة تحليلها وتلخيصها والوصول إلى أهم الأساليب العلمية التي ساعدت في إيجاد أفضل الحلول الاستثمارية لهذه المؤسسات الاستثمارية وكانت أهم هذه الدراسات هي :

### ٢-٢ دراسة أهم المؤشرات المالية والمهنية :

في دراسة سابقة (للرشدي والعنزي ومعرفي ، ٢٠١٤) حيث أن هذه الدراسة تساعدنا في خلق قاعدة بيانات وتأسيس لنا في دعم القرار للمستثمرين وهي من جملة الدراسات الأولية في هذا المجال ، حيث ركزت هذه الدراسة على أهمية تقييم الأسهم وبناء مؤشرات مالية حيث أن يبحث المستثمر عند تقييم السهم في سوق المال أن يحدد أفضل وقت لشراؤه أو بيعه بهدف تحقيق أفضل أو قيمة مضافة بناء على أسس مالية ومحاسبية تعطيه أفضل عائد استثماري وتجنبه المخاطر الاستثمارية . وخلصت الدراسة التي أقامتها تطبيقاً على شركتي الاتصالات المتنقلة (زين) و(هيتس تيليكوم) للاتصالات للمؤشرات المالية التالية وأهدافها كانت على النحو التالي :

١- معدل عائد السهم من بداية العام : يمثل تقييم العائد الربحي كتقييم أو زيادة بالقيمة منذ بداية السنة المالية .

٢- مؤشرات القيمة المتداولة للسهم بالدينار الكويتي : يمثل مؤشر مدى قيمة ما يتداوله من أسهم الشركة إلى رأس مال الشركة .

٣- معدل دوران السهم من بداية العام : يمثل مدى سيولة السهم.

٤- معدل المخاطرة (معامل بيتا) : يمثل متوسط الربحية والقيمة .

٥- معدل عائد التوزيعات النقدية : يمثل معدل العائد على رأس المال للمستثمر .

٦- مؤشر مضاعف السعر للربحية : يمثل مؤشر سعر السهم على فترة استرداد الاستثمار للسهم .

٧- مؤشر مضاعف السعر للقيمة الدفترية : يمثل مدى التقارب الحقيقي بين قيمة السهم وأصول الشركة مع مقارنة سعر السهم بالبورصة .

٨- مؤشر القيمة الرأسمالية السوقية للسهم : يمثل قيمة ما يمثله القيمة السوقية الرأسمالية للأسهم بالبورصة نسبي للشركة بالبورصة.

٩- مؤشر أعلى سعر اقفال خلال (٥٢) أسبوع بالدينار الكويتي : يمثل كأعلى سعر سوقي للسهم خلال سنة .

١٠- مؤشر أدنى سعر أقفال خلال (٥٢) أسبوع بالدينار الكويتي : يمثل كأعلى سعر سوقي للسهم خلال سنة .

١١- مؤشرا لمعدل للقيمة المتداولة منذ بداية العام بالألف دينار كويتي .

## ١-٢-٢ ملخص نتائج تطبيق أهم المؤشرات المالية لتقييم استثمار لسهمي زين للاتصالات وسهم شركة هيتس تيلكوم للاتصالات .

م	المؤشر المالي والاستثماري	سهم زين	سهم هيتس تيلكوم	التحليل والملاحظات
١	مؤشر العائد من بداية السنة	٢.٩%	(١٩.٧%)	نلاحظ أن سهم زين يحقق ارتفاع بالقيمة أفضل
٢	مؤشر القيمة المتداولة	٣٦٤ ألف	٢٣٦ ألف	أن قيمة تداول سهم زين أفضل
٣	مؤشر التوزيعات النقدية	٦.٨%	لا توزيعات	ربحية السهم النقدية أفضل
٤	مؤشر مضاعف السعر لربحية السهم	١٢.٩%	لا معلومات لعدم توفرها	هذا المؤشر يقيس مدى قدرة السهم على قدرة استرداد استثماره وكما قلت أفضل
٥	مؤشر مضاعف السعر للقيمة الدفترية	١.٩٣%	٣٦%	ارتفاع السعر على القيمة لسهم زين
٦	مؤشر أعلى سعر اقفال خلال ٥٢ أسبوع خلال سنة	٧٣٠ فلس	٧٦ فلس	هنا المؤشر لأعلى قيمة سعر للسهم
٧	مؤشر أقل سعر اقفال خلال ٥٢ أسبوع خلال سنة	٦١٠ فلس	٤٠ فلس	يمثل أقل سعر خلال سنة ويرشد المستثمر لقاع السعر أسوي للسهم
٨	مؤشر معدل دوران لقيمة التداول اليومية منذ بداية العام	١.٢٨٨ ألف سهم	٩١ ألف سهم	أن كمية تداول الأسهم لزين أفضل من سهم هيتس تيلكوم

المصدر : نشرة كامكو لمؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية بتاريخ ٢٠١٤/٨/١٨

## ٢-٢-٢ تحليل النتائج للمؤشرات المالية لأفضل وقت لشراء السهم :

تتطرق الدراسة التي أقامها (الرشيدي وآخرون ، ٢٠١٤) لتحليل لأهم نتائج تطبيق أهم المؤشرات المالية التي تقيم الاستثمار بالأسهم والتي ترشد المستثمر لأقل تكلفة لشراء السهم يمكن شراؤه في ضوء نتائج القيم عند المقارنة الاستثمارية بين سعر سهم شركة زين وسعر سهم شركة هيتس تيلكوم .

وقد تم ملاحظة بتطبيق أهم المؤشرات المالية والاستثمارية تفوق حقيقي لسهم (زين) من حيث نتائج التقييم على مستوى جميع المقاييس الاستثمارية ، حيث يمكن أن يحقق أفضل عائد وأمان استثماري ، ومن النتائج التي تم التوصل إليها على النحو التالي :

١- ارتفاع العائد الربحي والجاري لسهم (زين) ، حيث أنه حقق عائد ايجابي بمقدار (٢.٩%) على عكس سهم (هيتس تيلكوم) الذي حقق خسائر بانخفاض قيمة بمقدار (١٩.٧%) وهذا مؤشر سلبي ، حيث أن تطبيق هذا المؤشر يعطي حافزا لدعم القرار الاستثماري .

٢- ارتفاع مؤشر القيمة المتداولة لسهم (زين) على مؤشر التداول لسهم (هيتس تيلكوم)

٣- ارتفاع مؤشر عائد التوزيعات لسهم (زين) ، حيث أن معدل عائد التوزيع النقدي قد حقق كعائد جاري للاستثمار بمعدل (٦.٨%) على رأس المال للمستثمر وهذا مؤشر ربحية ايجابي ويحقق حوافز ومؤشر ربحية افضل على مستوى صناعة الاتصالات بمقارنته مع أي شركة أخرى وأما بالنسبة لسهم (هيتس تيلكوم) ، لم يحقق ربحية حيث أن ربحيته كانت سلبية .

٤- ايجابية مؤشر مضاعف السعر لربحية السهم حيث نلاحظ أن سهم (زين) قد حقق خيرة فترة استرداد استثماري لسعر السهم عند مقارنته مع ربحية السهم ، حيث أن سهم (زين) قد حقق (١٢.٩) مرة وهذا مؤشر يمثل أسرع فترة استرداد استثماري لاسترداد رأس مال (تكلفة) .

٥- ارتفاع مؤشر مضاعف السعر إلى قيمته الدفترية : يمكن ملاحظة ايجابية مؤشر مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية لسهم (زين) بسبب أن سهم هذا السهم يحقق ربحية مستمرة ، حيث أن هناك توزيعات نقدية مستمرة وأسهم منحة على عكس سهم (هيتس تيلكوم) .

٦) مؤشر القيمة الرأسمالية للسهم : أن القيمة الرأسمالية لسهم (زين) قد بلغت قيم مليارية حيث بلغت القمة السوقية ما يعادل (٢,٨٥٢) مليار دينار كويتي ، وهذا ينم عن حجم استثماري كبير يحقق أفضل قيمة مضافة للمستثمرين عند مقارنة ذلك القيمة الرأسمالية لسهم (زين) ما يحقق أفضل جذب رأسمالي استثماري ويساعد على خلق دعم استثمارات لقطاع اتصالات داخل وخارج الكويت .

٧) مؤشر أهم الإشكاليات والقضايا القانونية على الشركة أو الاستحوادات أو رغبتها بالإدراج أو الانسحاب من السوق . ونلاحظ أن يؤخذ بالاعتبار مؤشرات ومقاييس أخرى يمكن تطبيقها عند تقييم أي سهم استثماري بالبورصة ولكن نعتقد أن استعراض هذا المؤشرات والمقاييس يمكن أن تساهم في دعم القرار الاستثماري لأي مستثمر يرغب في الاستثمار بالبورصة حيث أن هذه المؤشرات تساعد في التقييم الموضوعي والمهني والاستثماري. ويحقق ذلك أفضل عائد أمان وتجنب المخاطر . ولقد تم تطبيق هذه المؤشرات على بعض الأسهم المدرجة ببورصة الكويت وتقييمها على رأسهم بنفس القطاع الاستثماري مثل سهم شركة (زين) بقطاع الاتصالات ويعتبر من أكبر الأسهم من حيث رأس المال وكذلك تم تطبيق نفس المؤشرات على سهم آخر في نفس القطاع وهو سهم شركة (هيتس تيلكوم) لدراسة وتقييم وتطبيق أثر هذه المؤشرات والمقاييس المالية ومدى قدرتها على تحقيق أفضل عائد للمستثمر وبالتالي سنوصي إلى دعم الاستثمار الأفضل الذي يحقق افضل عائد بناء على تطبيق المقاييس الفنية السابقة .

## ٢-٣ تجربة الصناديق الإماراتية :

في دراسة لمعرفي وآخرون عن تجربة الصناديق الإماراتية وذلك بتحويل الثروة النفطية إلى أصول مالية عالمية كاستثمار استراتيجي مستقبلي لمؤسسة كازيفي حول صناديق الثروة

السيادية في الدول العربية (التقرير الاقتصادي لجريدة السياسة الكويتية ، ٢٠٠٨) أن صعود هذه الصناديق إلى فضاء المال العالمي يرجع إلى دراية مديري الصناديق في خوض غمار استثمارات استراتيجية كلاعبين أساسيين في الأسواق العالمية .

وتعد هذه الصناديق الإماراتية من أقوى الصناديق في المنطقة حيث تسيطر إمارة أبوظبي على (٣) صناديق سيادية مقابل إدارة استثمارية سيادية واحدة في دبي ومن أبرز هذه الصناديق في أبوظبي التالي :

هيئة أبوظبي للاستثمار ومبادلة للتنمية وأبوظبي العالمية للاستثمارات النفطية

وأشارت دراسة كازيفي أنه في عام ١٩٧٦ تم تأسيس هيئة أبو ظبي للاستثمار (AIDA) التي تعد صندوق الثروة السيادية الثاني من حيث الأهمية في منطقة الخليج العربي ومن أكبر الصناديق في العالم وذلك استجابة لارتفاع أسعار النفط في فترة السبعينات وأصبحت هيئة أبوظبي للاستثمار على مدار السنوات أكبر صندوق ثروة سيادية في العالم وقد توقع الخبراء الماليون العالميون في عام ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ أن أصول هذه الصناديق تتراوح بين (٥٠٠- ٨٧٥) بليون دولار أمريكي ويعد الفرق بين الرقمين على الغموض الذي يميز الصندوق كما أن سياسة الهيئة المتمثلة في الاحتفاظ بحصص أسهم عادية صغيرة أقل مما تتطلبه عملية الإفصاح وكشفت أن هيئة أبوظبي استثمرت ما نسبته ٥٥.٤٥% من أصولها في الأسهم في الأسواق المتقدمة و ١٢.٨٠% في الأسواق الناشئة و ١٨.١٢% في السندات الحكومية و ١٠.٥٠% في العقارات فيما تم استثمار النسبة المتبقية في الأسهم الخاصة والأسهم الرأسمالية الصغيرة وأما بالنسبة للسيولة فتقدر ٤٥% بالدولار الأمريكي و ٤٠% باليورو و ٥% بالين و ١٠% في بعض الأسواق الناشئة وأوضحت الدراسة استحواد الهيئة على ٤.٩% في سيتي قروب ، جعلها من أبرز اللاعبين في الساحة الدولية وأوضحت الدراسة أن صندوق مبادلة الأصغر حجماً يلعب دوراً في تنوع اقتصاد أبوظبي في قطاع الطيران والعقارات والتكنولوجيا ومن هذا سيتضح أن الصناديق الإماراتية احترفت تحويل الثروة النفطية لأصول مالية عالمية والتي أشارت إليها دراسات (Truman ، ٢٠٠٨) و (IMF ، ٢٠٠٨) .

## ٢-٤ بعض التدابير والاجراءات العالمية لمواجهة أزمة أسواق المال وتحسين الأداء الاقتصادي .

في التقرير الاقتصادي (القبس الكويتية ، ٢٠٠٨) تداعت الكثير من الدول والمجاميع الاقتصادية في العالم واتخذت خطوات تنسيقية طغي عليها الطابع الاستراتيجي وإن بدت منفردة ، وأعلنت عن خطط لإنقاذ الأسواق العالمية لمواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية .

ففي الولايات الأمريكية المتحدة – على سبيل المثال كنموذج غربي – وبهدف حماية المدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دفع الضرائب وحماية الملكية لتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائد الاستثمار أما بالنسبة لأهم الاجراءات التي أخذتها دول مجلس التعاون كنموذج عربي – ففي الكويت على سبيل المثال كان أهم الاجراءات هي خفض معدل الفائدة بنسبة (١.٥%) وخفض نسبة معدل فائدة الأجل بنسبة (١.٥%) وتم التدرج في تخفيض الفائدة وضخ مليار دينار كويتي كسيولة في الأسواق وعرض أموال لليلة واحدة وكذلك صدر مرسوم أميري

للضرورة خاص لمعالجة الاستقرار الاقتصادي ولمعالجة الأزمة المالية ، أما بالنسبة للإمارات العربية المتحدة فقد قدمت الحكومة قروض قصيرة الأجل بقيمة (١٣.٦) مليار دولار أمريكي وإعادة شراء كل شهادات الايداع المتبقي من أجلها (١٤) يوم ، أما بالنسبة لدولة قطر فقد تم شراء ما بين (١٠-٢٠%) من رأسمال البنوك المدرجة وشراء أسهم محلية لدعم الأسعار ، أما الحال بالنسبة للمملكة العربية السعودية فقد طرح خيار للبنوك المدرجة بإقراض (٧٥%) من الأوراق المالية الحكومية وخفض نسبة الفائدة لتصبح (٥%) وكذلك خفض معدل الاحتياطي الإلزامي على المصارف التجارية .

## ٢-٥ الاستفادة من تجارب الصناديق الاستثمارية وطريقة تقييمها وأدائها ومؤشراتها :

يمكن استيعاب أن الأدوات الاستثمارية الحديثة والتي زاد الاهتمام بها مؤخراً كتطبيقات محلية وعالمية على سبيل المثال لا الحصر ، الصناديق الاستثمارية (تقرير التقييم الدوري للصناديق الاستثمارية لشركة الاستثمارات الوطني ، ٢٠٠٨) وهي في الواقع عبارة عن صناديق استثمارية يتم تأسيسها حسب أنشطة مهينة ، على سبيل المثال ، صناديق استثمارية أو خدمات أو اتصالات ويتم المساهمة فيها بقيمة تأسيسية معيارية وعادة ما تكون في الغالب بمبلغ دينار واحد يضاف لها كمصاريف إصدار ، ونجد كذلك من طبيعة هذه الصناديق الاستثمارية أنها مدارة من شركات استثمارية يتم تقييمها بشكل دوري وبشكل محترف وغالباً ما يتم تقييم هذه الصناديق بصورة شهرية ويتم التقييم عن عدة عناصر تساعد المستثمر من الاستفادة من تقييم هذه الصناديق وتساعد هذه العناصر المؤشرات والمقاييس المالية والتي يمكن تلخيصها كالتالي :

أ) صافي قيمة الوحدة ، وتمثل قيمة الوحدة السوقية حسب محتويات الصندوق بعد طرح الالتزامات على هذا الصندوق حتى يتم تحقيق أكبر استفادة ، وذلك بهدف الحصول على تقييم دوري للمقارنة .

ب) مؤشر التوزيعات منذ التأسيس .

ج) مؤشر الإيرادات في بداية التأسيس .

د) نوع الاستثمارات التي يستثمرها كل صندوق تأميني .

وعلي يمكن أن نستفيد من تجارب مؤشرات الصناديق الاستثمارية أنه يمكن تطوير الصناديق السيادية الاستثمارية لدولة الكويت وإدارتها بأسلوب وطريقة مماثل لجذب الاستثمار .

## الفصل الثالث

أهمية ومزايا الأسهم المرهونة بالمستثمرين والبنوك

١-٣ مقدمة

٢-٣ التعرف على طبيعة المرهونة في ملكيات الشركات المساهمة

٣-٣ أهم البيانات المالية من واقع المركز المالي لشركة زين وأسهم المرهونة

## الفصل الثالث

### أهمية ومزايا الأسهم المرهونة للمستثمرين والبنوك

#### ١-٣ المقدمة :

من المهم لدعم القرار الاستثماري بناء أسس مهنية واستثمارية قائمة على التعرف على استراتيجيات وسلوك المستثمرين الاستراتيجيين . مثل الشركات المتعددة الجنسية العالمية والمؤثرة محليا في الاقتصاد الوطني والتي تستثمر في سلع وخدمات استراتيجية مثل خدمات الاتصالات والصناعات الغذائية مثل الأمريكية وغيرها وكمدخل لاستنباط وترشيد القرار الاستثماري بناءً على التعرف على الأفكار الاستثمارية والاستراتيجية للمستثمرين الاستراتيجيين ، حيث سيتم دراسة حالة لبعض الشركات المساهمة الكويتية في دولة الكويت التي تملك ملكيات مؤثرة في شركات تبلغ أصولها بالمليارات الدنانير كشركة زين (شركة الاتصالات المتنقلة) وهي شركة كويتية عامة ، حيث تم تحليل أهم المؤشرات المالية وأثر الأسهم المرهونة المملوكة لهذا المستثمر الاستراتيجي وهي (شركة الخير) من موقع المعلومات لشركة زين في سوق الكويت للأوراق المالية (الموقع الإلكتروني) ، المستثمر الرئيسي للقطاع الخاص في شركة زين والتي تعتبر أكثر شركة مدرجة من حيث رأس المال في سوق الكويت للأوراق المالية ، حيث يبلغ عدد أسهمها ما لا يقل عن ٤ مليار سهم بالإضافة إلى القيمة الرأسمالية . وكذلك سيتم التعرف على أثر أهمية الأسهم المرهونة في شركة عقارية يبلغ رأس مالها ١٠٠,٠٠٠,٠٠٠ دينار وهي شركة (عقارات الكويت) والتي هي من أقدم الشركات العقارية في سوق الكويت للأوراق المالية ، حيث سيتم التعرف على طبيعة الأسهم المملوكة والمرهونة للمستثمر الرئيسي في هذه الشركة ، حيث عدد أسهمها في حدود مليار سهم ، حيث من الأهمية التعرف على الاستراتيجية الاستثمارية للمستثمرين الاستراتيجيين ومحاولة الاستفادة من أساليبهم الاستثمارية وبلورتها للمستثمر الفردي الغائب عنه مثل هذه الاستراتيجيات وأثرها .

#### ٢-٣ التعرف على طبيعة الأهم المرهونة في ملكيات الشركات المساهمة :

من النادر للمستثمر الفردي معرفة أثر طبيعة الأسهم المرهونة في ملكيات الشركات المساهمة وأثرها في خلق وترشيد القرار الاستثماري له ودعم ثقة لطبيعة توجيه استثمارية حيث يوجد عدم كفاية إرشادية ومهنية للمستثمر في توجيه استثماراته وتحديد طبيعتها ، حيث من الدارج أن يقوم المستثمرين بالاستثمار على أسس تقليدية غير مهنية وتحقق لهم خسائر وهروب من السوق نتيجة لعدم استدراكهم لبعض المؤشرات المالية المرهونة ، حيث من الأهمية بمكان للمستثمر والممولين الاستثماريين مثل البنوك الدائنة التي تكون لديها ثقة استراتيجية بهذه الأسهم وتعتبر حد أمان عند تقديمها قروض أو تسهيلات ائتمانية للشركات الاستثمارية مثل مجموعة الخرافي - شركة الخير الوطنية للأهم - حيث يمكن للمستثمر إتباع سياسة المحاكاة الاستثمارية المأمونة أو الدخول بالصناديق الاستثمارية التابعة لهذه الشركة الاستثمارية ، مثل ما ظهر لدينا بالدراسات السابقة وعلى ذلك يمكن تلخيص بعض المزايا الاستثمارية لخلق ثقة ووعي استثماري ومأمون تساعد على جذب الاستثمار وجعل الكويت مركز مالي استراتيجي ، وأهم هذه المزايا :

١- خلق مصداقية استثمارية لدى صغار المستثمرين حيث التعرف على أهمية البيانات المالية لنسب الأسهم المستثمرة والملكيات والأسهم المرهونة على مستوى كل شركة من الشركات المدرجة بالبورصة حيث ينتج أن هذه البيانات المالية المتاحة للجميع على موقع البورصة (KSE) ، حيث يظهر الموقع أهم المعلومات الاستثمارية والتي تخلق كحد أدنى ووعي استثماري ، نجد أن الكثير من المستثمرين يغفلون عنها نتيجة عدم قناعتهم أو فهمهم لها .

٢- من المهم للمستثمرين لخلق دراية استثمارية ، دراسة أثر تغير الملكييات على المستوى الأسبوعي وثباتها ، حيث تكون أحياناً هناك أساليب تدليس لكبار المستثمرين لا يهتم بها أحد من صغار المستثمرين ، حيث يتضح أن متابعة تغير الملكييات على المستوى الأسبوعي من الأهمية بمكان خلق وعي واطمئنان لمتابعة السلوكيات الاستثمارية للمستثمرين الاستراتيجيين ، مثل شركة الخير (المستثمر الرئيسي في شركة زين) والتي بلغت ملكيتها المباشرة في الشركة (١٥.٤٦٧%) وهي ملكية استراتيجية ومهمة في أكبر شركة خدمية وذات سلعة خدمة استراتيجية ، حيث نجد أن الملكية ثابتة ويوجد لها نماء واستقرار وهي مصدر اطمئنان للمستثمر .

٣- من الأهمية الاستثمارية للشركة المستثمر أن تستفيد لخلق قيمة مضافة ، أن تستفيد من هذه الملكية الاستراتيجية بالحصول على سيولة استراتيجية تعادل قيمتها الاستثمارية وكذلك عدم تجميد هذه الملكية الاستراتيجية في الشركة ، حيث أن متوسط قيمة الأسهم المملوكة

قيمة الأسهم = إجمالي رأس مال الشركة × نسبة الملكية × سعر السهم

K.D (0.700 × 15.467% × 4326374368 = 468412226)

حيث يمثل هذا المبلغ الاستثماري ميزة استثمارية للشركة المستثمرة في شركة زين في استغلال ملكيتها الاستثمارية في خلق الائتمان واستثمار وسيولة لم تكن تحققها إذا لم تتبع هذا الأسلوب الاستثماري .

٤- من المهم لصغار المستثمرين الاستفادة من متابعة نسب الرهن التي قامت الشركة المديرية لشركة زين ، حيث يتضح من البيانات المالية لموقع الشركة بالبورصة أن الأسهم المرهونة بصفة مباشرة وغير مباشرة قد بلغت (١٠.٤٦٠%) من رأسمال الشركة لدى البنوك الدائنة وهذه النسبة هي نسبة استراتيجية لأكثر رأسمال شركة مدرجة خدمية في بورصة الكويت وحق شركة اتصالات عالمية ومحلية .

٥- من المزايا الاستثمارية الأخرى للبنوك ، أنها حققت ضمان إضافي للتسهيلات المقدمة للشركات التشغيلية ومستمرة لديها كافة الضمانات لحماية أموال الائتمان للمستثمرين الناجحين ، ولا توجد عليها كدائن يكون على البنوك مخاطر كبيرة على عكس مثلما حدث في بعض البنوك لتقديم تسهيلات بدون ضمان وخلق لديها أزمة مخصصات مالية .

٦- من المهم لصغار المستثمرين وكذلك المستثمر الفردي الاستفادة من تحليل نسب الأسهم المرهونة والملكيات وتغيرها من متابعة المستثمرين الاستراتيجيين من أسلوب المحاكاة الاستثمارية لخلق أفضل ضمان حيث يتضح من بعض المؤشرات على مستوى أفضل توزيعات

للربحية الشركة لعدة سنوات أن متوسط التوزيعات لشركة (زين) لا يقل (٧.٥%) من رأسمال المستثمر السوقي وهذه من أهم الدلالات الاستثمارية والمرتكزات التي يسعى لها المستثمر الفردي عند مقارنتها بأسلوب الودائع لدى البنوك الأخرى حيث أن عائد ودائع الاستثمارية لا يزيد عن (٢%) على العكس في الاستثمار على الأسهم الاستراتيجية التي حققت بالمتوسط كما اتضح بالدراسات السابقة أن متوسطها لا يقل عن (٧%) بالإضافة لوجود معدل دوران ، حيث أنها من الأسهم النشطة ، وهذه من أهم مزايا شركة (زين) بالإضافة إلى باقي المؤشرات سابقة ذكرها .

٧ - التعرف على ملكية الشركة من أسهم الخزينة ، حيث أن هذا المؤشر يساعدها على مدى ملكيتها في أسهمها ومدى خلق أمان وثقة استثمارية .

### ٣-٣ أهم البيانات المالية من واقع المركز المالي لشركة (زين) وأسهمها المرهونة:

عقارات الكويت	زين Zain	البيانات المالية
٩٠٦٧١٢٩٤٠٠٠ دينار كويتي	٤٣٢٧٠٥٨٩٠٩٠٠ دينار كويتي	رأس المال المصرح به:
٩٠٦٧١٢٩٤٠٠٠ دينار كويتي	٤٣٢٧٠٥٨٩٠٠٠٠ دينار كويتي	رأس المال المصدر :
٩٠٦٧١٢٩٤٠٠٠ دينار كويتي	٤٣٢٦٣٧٤٣٦٥٠٠ دينار كويتي	رأس الملا المدفوع :
١٠٠ فلس	١٠٠ فلس	القيمة الاسمية للسهم :
٩٠٦٧١٢٩٤٠ سهم	٤٣٢٦٣٧٤٣٦٥ سهم	عدد الأسهم المصدرة :
١٣٧٣٠٩١ سهم	٤٢٥٧١١٦٤٨ سهم	عدد أسهم الخزينة :
٩٠٥٣٣٩٨٤٩ سهم	٣٩٠٠٦٦٢٧١٧ سهم	عدد الأسهم القائمة :

ملاحظة : يوضح هذا الجدول أثر استقلال ملاك الأسهم في رهن ملكياتها في جذب مستثمرين وخلق أدوات استثمارية واستثمارية لهم أمام البنوك الدائنة .

**٤-٣ التوصيات : أهم نتائج التحليل الاستثماري لمخلص البيانات المالية لشركة المتنقلة (زين) وشركة عقارات الكويت**

١- من المفيد ملاحظة أن طبيعة البحث تركز على أهمية دراسة نسب الأسهم المرهونة من قبل بعض الشركات ، مثل شركة الخير وهي المستثمر الرئيسي من القطاع الخاص في شركة (زين) حيث قد بلغت ملكيتها من واقع الجدول (١-١) المستخرج من موقع سوق الكويت للأوراق المالية (KSE) لشركة (زين) أن التحليل الاستثماري يتضح لنا : أن شركة الخير تبلغ ملكيتها في شركة (زين) ممثلة للقطاع الخاص بصفة مباشرة وغير مباشرة ما نسبته : (١٥.٤٦٣%) ، وبينما بلغت نسبة الشركة المستثمرة (شركة الخير) من هذه الملكية كأسهم مرهونة لدى البنوك دائنة ما نسبته (١٠.٤٦٠%) حسب آخر افصاح بتاريخ ٢٠/٠٢/٢٠١٤ .

٢- يتضح أن شركة (زين) كأكبر شركة استثمارية خدمية ، حيث بلغ رأسمالها على النحو التالي :

رأس المال المصرح به (بالمليون)	KD ٤٣٢٧.٥٨٩٠
رأس المال المصدر (بالمليون)	KD ٤٣٢٧.٥٨٩٠
رأس المال المدفوع (بالمليون)	KD ٤٣٢٦٣٧٤٣٦
القيمة الاسمية للسهم	١٠٠ فلس
عدد الأسهم المصدرة	٤٣٢٦٣٧٤٣٦٨ سهم
عدد أسهم الخزينة	٤٢٥٧١١٦٤٧ سهم
عدد الأسهم القائمة	٣٩٠٠٦٦٢٧١٧ سهم

٣- يتضح من واقع هذه البيانات أن الشركة الرئيسية المستثمرة في القطاع الخاص قد حافظت على ملكيتها الاستثمارية واستغلت هذه الملكية الاستثمارية كقيمة مضافة من خلال استغلالها لرهونها لدى البنوك الدائنة والحصول على سيولة استثمارية بمبالغ مليارية حيث أن هذه البنوك الدائنة تفهم هذه القيمة الاستثمارية وقبلتها كرهن استثماري مميز وكضمان استراتيجي ومنحت القروض بمئات الملايين في مشاريع إدارية أخرى ، حيث أن التفكير الإبداعي لشركة الخير قائم على استغلال ملكيتها المرهونة في شركة (زين) من خلال توجيه المبالغ المحصنة من الرهون في استثمارات مدرة مع احتفاظها بملكيتها وكذلك نلاحظه أن إظهار الأسهم المرهونة يعطي حد ضمان استثماري للمستثمرين عن المقارنة بينهم الضمانات الاستثمارية وعوائدها .

## الفصل الرابع والخامس

التوصيات والدراسات المستقبلية

١-٥ مقدمه

٢-٥ التوصيات

٣-٥ الدراسات المستقبلية

## الفصل الرابع والخامس

### التوصيات والدراسات المستقبلية

#### ٤-١ المقدمة :

من المفيد أن يتم الاستفادة من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة من حيث التعرف على أهمية دراسة أثر الأسهم المرهونة وأثرها في دعم القرار الاستثماري ولمساعدة المستثمر لمعرفة السعر الحقيقي لقيم الاستثمار لأسعار الأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية حيث أن التعرف على أثر الأسهم المرهونة وتقييمها في خلق أدوات استثمارية لدعم القرار الاستثماري من حيث خلقها واستحداثها لأدوات استثمارية تساعد على رفع القيمة المضافة لاقتصاد دولة الكويت وكذلك لمساعدة المستثمرين على جذب ثقة المستثمرين وكذلك تم الاستفادة من تجارب الشركات الاستثمارية الناجحة وكذلك تم الاستفادة من تجارب الصناديق السيادية الاستثمارية في خلق فرص استثمارية للمستثمرين على مستوى الاقتصاد الكويتي وكذلك نجد من أهمية الدراسة أن التعرف على نسب الرهونات للأسهم وهي مصدر ثقة استثمارية بهدف تحقيق أفضل ضمان استثماري وربط ذلك مع باقي المؤشرات المالية لتقييم الأسهم .

#### التوصيات :

٤-٢-١ : متابعة تقييم النتائج وأثرها في ارشاد وجذب المستثمرين ، حيث يعتبر التعرف على طبيعة الأسهم المرهونة وأثرها في خلق أداة استثمارية جاذبة للمستثمرين .

٤-٢-٢ : متابعة وتقييم تطبيق أهم المؤشرات المالية لتقييم استثمار ومن أهم هذه المؤشرات هي نسبة الأسهم المرهونة وعلاقتها بباقي أدوات التحليل المالي للأسهم بحيث يصبح التغيير في نسبة الأسهم المرهونة وقيمة الرهن وعلاقتها بالبنوك الدائنة مؤشر مالي يساعد على تقييم الأسهم تقييم حقيقي مرتبط بباقي المؤشرات المالية والأدوات الاستثمارية

٤-٢-٣ : الاستفادة من تجارب الدول الحديثة في تفعيل أساليب الرهن الاستثماري وأثره في خلق أدوات استثمارية حديثة تخلق قيمة مضافة لدى المستثمرين وتساعد على جعل الكويت مركز مالي واستثماري يحقق أفضل عوائد للمستثمرين محلياً وخارجياً حيث أن القانون الضريبي بدولة الكويت على الشركات الأجنبية والمحلية يعفي الشركات المستثمرة في بورصة الكويت من ضريبة الأرباح الناتجة عن الاستثمار في بورصة الكويت .

٤-٢-٤ : متابعة تقييم النتائج وأثرها والتطوير والاستفادة من المعلومات المتوافرة في تطوير مؤشرات تقييم الأسهم المرهونة وعلاقتها بباقي المؤشرات المالية حيث من المهم عند تقييم أي استثمار يجب خلق وبناء بعض المؤشرات والمحفزات القائمة على دراسة المركز المالي للشركات بهدف خلق تقييم حقيقي لأي استثمار ومحاولة بناء نموذج استثماري لأي نموذج استثماري يمكن تطبيقه على الأسهم .

٥-٢-٤ تقييم نتائج ومتابعة الدراسات المشابهة في الدول الحديثة من خلال متابعة أهم الدراسات المتعلقة بموضوع الأسهم المرهونة .

٦-٢-٤ الاستفادة من الدراسات المتشابهة والسابقة للصناديق السيادية الاستثمارية بالتعرف على اثر ادخال الاساليب الكمية والعوائد التي تحققت ، ومن المعروف أنه قد تتشابه بعض المؤسسات أو الشركات في قطاع الاستثمار من حيث الظروف والقوانين المحلية ولكن نجد أنها متفاوتة من حيث درجة تحقيق العوائد نتيجة مدى تطبيق هذه الاساليب الكمية ولذا توصي المؤسسات الاستثمارية بالاستفادة والتنسيق مع المؤسسات المشابهة .

٦-٢-٤ اشراك المجالات البحثية والقوانين التشريعية الخاصة بالتأمينات بالدول المتشابهة في تقييم اثر تطبيق النموذج الكمي لتحقيق افضل قيمة مضافة ومدى امكانية انشاء وحدات ادخارية تقوم المؤسسة بإدارتها واستثمارها نيابة عن المؤمن عليهم يحقق حافز للجميع .

٧-٢-٤ التركيز على أهمية الافصاح الدوري لتقييم الشركات الاستثمارية لكل وحدة استثمارية وعلاقتها بمؤشرات الاسهم المرهونة مع تحديد اهم الأدوات الاستثمارية المرتبطة بتقييم الأسهم المرهونة .

#### **١-٥ الدراسات المستقبلية :**

يمكن الاستفادة من نتائج هذه الدراسة في تفعيل وتقييم الأسهم المرهونة وعلاقتها بالاستقرار لأسعار الاسهم ببورصة الكويت من خلال تطبيق نماذج كمية وعلمية تساعد على خلق مؤشرات مالية يوجد بينها علاقة تكاملية واستثمارية للشركات الاستثمارية .

وعلى ذلك يمكن التوسع مستقبلياً بتطبيق الدراسات الحديثة والمشابهة بهدف توجيه سلوك المستثمرين لدعم استثماراتهم من خلال التعرف على أهمية الأسهم المرهونة وارتباطها باستقرار أسعار أسهم الشركات ومن خلال خلق موازنات استثمارية تحقق أفضل ربحية للشركات الاستثمارية .

## المراجع: أولاً: المراجع العربية:

- ١- أحمد، عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، للنشر والتوزيع، الاردن ٢٠٠٨
- ٢- حنفي، علي، التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث القاهرة
- ٣- حبرين، علي، الاتجاهات والأدوات الكمية في الإدارة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الاردن ٢٠٠٨
- ٤- المزروعى، يوسف ، أثار تقارير ديوان المحاسبة علي تحسين أداء الوزارات والإدارات الحكومية في دولة الكويت ، مكتبة الكويت الوطنية، ٢٠٠٨
- ٥- عبد العزيز، سمير، اقتصاديات، الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، الناشر مركز أسكندرية للكتاب، ٢٠٠٦.
- ٦- أبو زيد، محرم، دراسات في استخدام بحوث العمليات في المحاسبة، الناشر المكتب الجامعي الحديث، ٢٠٠٦ .
- ٧- الحناوي، والعبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار، الناشر الدار، الجامعية، ٢٠٠٢
- ٨- حنفي، عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الناشر الدار الجامعية، ٢٠٠١.
- ٩- الحداد، محرم، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات وحالات عملية من البيئة الكويتية، شركة المكتبات الكويتية المحدودة، ١٩٨٧.
- ١٠- عبد الرحيم، علي والعدالي، يوسف والعظمة، ومحمد، أساسيات التكاليف والمحاسبة الإدارية، ومنشورات ذات السلاسل، الكويت، ١٩٩٠.

## ثانياً: الدورات ولتشريعات القانونية والموازنات والميزانيات المالية والحسابات الختامية:

- ١- مجلة ال محاسبون تصدر عن جمعية المحاسبين والمراجعين الكويتية) جميع الإعداد.
- ٢- مجموعة التشريعات والقوانين الصادرة في دولة الكويت وتقارير من دولة البحرين وسلطنة عمان وعده إصدارات من منظمة الأوبك.
- ٣- الموازنات والميزانيات لعده سنوات. وبعض تقارير ديوان المحاسبة.
- ٤- مجلة الرقابة) تصدر عن ديوان المحاسبة بدولة الكويت( العدد السادس سبتمبر ٢٠٠٦) عدة إعداد.
- ٥- التقرير الاقتصادي لجريدة السياسة الكويتية ( العدد ١٣٤٩١ )، ٢٠٠٨.
- ٦- تقرير منتدى التنمية حول الصناديق السيادية،( جريدة او ان العدد ٤٥١)، ٢٠٠٩.
- ٧- تقرير القبس الاقتصادي عن تقرير البنك الدولي عن ممارسة أنشطة الأعمال ( جريدة القبس الكويتية العدد ٢٠٠٨، ٢٦٧٦).
- ٨- مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية- جامعة الاسكندرية العدد رقم (٢) المجلد رقم(٤٥) يوليو ٢٠٠

## ثالثاً: المراجع الأجنبية:

- 1- Amini Mohammed M: Studies Operations Reseaech: Scheduling: Mathematical Modes: Workforce planning: Savings& loan Associations: Algorithms, J ournal of the Operational Research SoCity , vol.,45 Sept 1994: pp.999-1010.
- 2- Cooper , William W.: sinha , kingshuk .: product Costing: Cost Analysis: Matematical M odsels : studies, European Journal Of operationl Resarch, Vol. 85:1995 pp, 316-326
- 3-Mahmoud , Essamand and Hosseini, A Comparison of forecasting techaniques for predicting Exchange rates; Journal of transational management Development, Vol.1(1), 1994 ,PP, 93-109
- 4- Mahmoud, Essam, Motwani, Rice;G; Forecasting US Exports: An Illutration Using time series and US Exports; An Ilustraion Using time Series and Econometric Models, OMEGA International Journal , Vol .18 ;1995 ;No 4; pp375 – 382