

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس سطيف-1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تحت عنوان

دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية - حالة البورصات العربية -

إشراف الأستاذ الدكتور: جبار محفوظ

من إعداد الطالب: بوبريمة إحسان

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
عماري عمار	أستاذ	جامعة سطيف -1	رئيسا
جبار محفوظ	أستاذ	جامعة سطيف -1	مشرفا ومقررا
حاج صحراوي حمودي	أستاذ	جامعة سطيف -1	مناقشا
مزاهدية رفيق	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة خنشلة	مناقشا
بن الضب علي	أستاذ محاضر قسم أ	المركز الجامعي عين تيموشنت	مناقشا
بن منصور موسى	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة برج بوعرييرج	مناقشا

السنة الجامعية 2018/2017

شكر واهداء

أشكر الله جل و على أولاً على فضله وامتنانه
بإتمام هذا العمل
ومن تمام الشكر : أن أشكر
جميع من ساهم في هذا البحث من قريب أو بعيد

كما أهدي هذا العمل إلى :

الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما،
وإلى الأسرة الكبيرة: الأخوة و الأخوات،
وإلى الأسرة الصغيرة : زوجتي و أبنائي
أبرار و جابر
وإلى جميع الأهل و الأقارب من قريب ومن بعيد
و إلى كل أساتذتنا و طلبتنا الأعزاء
و إلى كل مهتم بالعلم و العلماء

الصفحة	محتويات الأطروحة
a	محتويات الأطروحة
أ	المقدمة
1	الفصل الأول : عمليات الإصدار و كفاءة الأسواق المالية
3	المبحث الأول : آليات الإصدار في السوق المالية
3	المطلب الأول : مصادر التمويل
3	1- الاستدانة من البنوك
3	2- اللجوء إلى السوق المالية
4	2-1- السوق الأولية
6	2-1-1- علاوة الإصدار
8	2-1-2- الحق التفضيلي للاكتتاب
8	2-1-3- القيمة النظرية لحق الإكتتاب
10	2-2- السوق الثانوية
12	3- مصادر أخرى
12	3-1- التمويل الذاتي
12	3-2- القرض التجاري
13	المطلب الثاني : وظائف السوق المالية و عمليات الإصدار
13	1- وظائف البورصة
14	1-1- شروط إقامة بورصة فعالة
16	2- عمليات الإصدار
16	2-1- مرحلة الإصدار في السوق الأولي
16	2-2- مرحلة التداول
16	2-3- نظم تداول الأوراق المالية
16	2-3-1- نظام المزاد العلني
17	2-3-2- نظام التفاوض و المساومة
17	3- آليات الإصدار
17	3-1- آلية إصدار الأسهم

18	3-2- ألية إصدار السندات
19	3-3- خطوات طرح الأوراق المالية في الو.م.أ
21	المطلب الثالث : قرار اختيار مصدر تمويل طويل الأجل
21	1- خصائص الأسهم و السندات
21	1-1- خصائص الأسهم
22	1-1-1- العوائق المرتبطة لإصدار أسهم
23	2-1- خصائص السندات
23	3-1- إختيار البديل التمويلي
24	2- معايير تقييم الأسهم
24	2-1- عائد السهم
24	2-2- حصة السهم العادي من التوزيعات
25	3-2- مردود السهم العادي
25	4-2- مضاعف سعر السهم العادي
25	5-2- معدل دوران السهم العادي
26	3- معايير تقييم السندات
26	3-1- كيون السند
27	3-2- ريع أو مردود السند
27	3-3- عائد الاحتفاظ بالسند
28	المطلب الرابع : الوسطاء الماليون
28	1- تعريف الوساطة المالية و أهميتها
29	2- وظائف الوساطة المالية
29	2-1- تخفيض الخطر من خلال التنويع
29	2-2- تخفيض تكاليف المعلومات
30	3- أنواع شركات الوساطة
30	3-1- المؤسسات التي لا تحصل على أرصدةها بناء على إصداراتها المالية
30	3-1-1- بنوك الاستثمار
31	3-1-2- أعضاء البورصة المنظمة
32	3-1-3- المستثمرون في أسواق المشتقات المالية
32	3-2- المؤسسات التي تحصل على أرصدةها عن طرق الإصدارات المالية

32	3-2-1- صناديق الاستثمار
37	3-2-2- شركات التمويل
38	المبحث الثاني : كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية
38	المطلب الأول : أثر المعلومات على كفاءة سوق رأس المال
38	1- مفهوم كفاءة البورصة
39	2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
42	3- كفاءة التشغيل و صناعة السوق
42	3-1- شروط تتعلق بالحالة المدنية
43	3-2- شروط تتعلق بالتراهة و حسن السيرة
43	3-3- شروط تتعلق بالكفاءة المالية
43	3-4- شروط تتعلق بالكفاءة الفنية
43	3-5- شروط إجرائية
44	المطلب الثاني : دور المعلومات في تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية
43	1- دور المعلومات في تسعير الورقة المالية
45	2- أهمية أدوات الإشارة في تفسير المعلومات
45	2-1- هيكل رأس المال كأداة للإشارة
46	2-2- سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة
47	3- عوامل نجاح السوق الكفؤ في تسعير الورقة المالية
47	3-1- الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي
47	3-2- الانفتاح على الجمهور و تنوع الأدوات المالية
47	3-3- وجود جهاز مصرفي قادر و متمكن
48	3-4- توسيع القاعدة الإنتاجية أو الصناعية
49	3-5- توفير نظام فعال للاتصال والربط
49	3-6- نشر الثقافة والوعي الاستثماري
49	3-7- توفير نظام للمعلومات

<u>51</u>	المطلب الثالث : الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال
51	1- فرض الصيغة الضعيف
52	2- فرض الصيغة متوسطة القوة
53	3- صيغة الفرض القوي
53	3-1- العاملون بالشركة
53	3-2- المؤسسات المالية والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية
56	4- أهمية السوق المالية الكفؤة
<u>57</u>	المطلب الرابع : خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة الجيدة
57	1- السيولة
57	2- استمراريته السعر
58	3- عمق السوق
58	4- حيوية السوق
59	6- انخفاض تكاليف المبادلات
59	7- قيود على التعامل
<u>61</u>	المبحث الثالث : العلاقة بين كفاءة السوق و نمو الإصدارات
<u>61</u>	المطلب الأول : مفهوم و أنواع الاستثمار
61	1- مفهوم الاستثمار
61	2- الاستثمار الحقيقي
61	2-1- الاستثمار الثابت
62	2-2- الاستثمار في المخزون
62	2-3- الاستثمار السكني

62	3- الاستثمار في الأوراق المالية
62	4- الاستثمار الأجنبي
63	4-1- خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر
65	المطلب الثاني : المقومات الأساسية لقرار الاستثمار
65	1- القيمة الزمنية للنقود و قرارات الإستثمار
65	1-1- القيمة المستقبلية
66	1-2- القيمة المستقبلية لدفعات متساوية
67	1-3- القيمة المستقبلية لدفعات متعددة
68	1-4- القيمة الحالية
69	1-5- قرارات الاستثمار
69	1-5-1- قرار الشراء
69	1-5-2- قرار عدم التداول
69	1-5-3- قرار البيع
70	2- تقييم الأسهم و السندات
71	2-1- نموذج النمو الصفري
72	2-2- نموذج النمو الثابت
73	2-3- نموذج النمو المتغير
74	2-4- تقييم السندات
75	3- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار
76	4- نموذج السوق
77	5- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

78	5-1- مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للمخاطرة
84	5-2- مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للعائد وكيفية قياسه
87	6- خط سوق الورقة المالية
88	المطلب الثالث : دور كفاءة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات
88	1- العلاقة بين سوق رأس المال و حجم الاستثمارات
88	2- علاقة وظائف رأس المال بنمو الاستثمارات
88	2-1- توزيعات رأس المال و النمو الاقتصادي
89	2-2- كيف تؤدي التدفقات الرأسمالية إلى تلطيف أوضاع الاقتصاد
89	2-3- كيف تسهم تدفقات رأس المال في التنمية طويلة الأجل
89	3- سوء توزيع رأس المال و تبعاته
90	3-1- عدم كمال الأسواق
90	4- الدروس الستة لكفاءة السوق المالية
91	4-1- ليس للأسواق ذاكرة
91	4-2- الثقة و الاطمئنان إلى الأسعار
91	4-3- ليس هناك أوهام مالية أو تضليل مالي
92	4-4- قراءة البواطن
92	4-5- رؤية السهم الواحد رؤية لجميع الأسهم
92	4-6- البديل الممثل بـ(قم بالشيء بنفسك)
94	الفصل الثاني : طرق و أساليب التداول و المضاربة في الأسواق المالية
96	المبحث الأول : طرق و أساليب التداول و تسعير الأوراق المالية
96	المطلب الأول : الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

94	1- الأسهم العادية
96	1-1- حقوق المساهمين العاديين
96	1-2- أنواع الأسهم العادية
98	2- الأسهم الممتازة
99	1-2- خصائص الأسهم الممتازة
99	2-2- أنواع الأسهم الممتازة
102	3- صناديق وأسهم المؤشرات
103	1-3- أسهم المؤشرات
103	2-3- أسهم i Shares للمؤشرات
104	3-3- أسهم إيصالات الإيداع لمؤشر (s&p)
105	3-4- الأسهم القابضة
106	3-5- الاستثمار في إيصالات الإيداع الأمريكية
106	4- الاستثمار في العقار
107	5- السندات
108	6- عقود الخيارات
108	1-6- خيار الشراء
108	2-6- خيار البيع
109	3-6- الخيار المزدوج
110	7- العقود الآجلة
110	8- العقود المستقبلية
114	المطلب الثاني : تقنيات التعامل أو التسعير في البورصة

114	1- ماهية السعر في بورصة الأوراق المالية
114	1-1- مفهوم السعر
115	1-2- العوامل المؤثرة في السعر
115	1-2-1- العوامل المتعلقة بالورقة المالية
115	1-2-2- العوامل المتعلقة بسوق رأس المال و بالحالة الاقتصادية
116	1-2-3- العوامل الفنية المتعلقة بآليات خاصة بالبورصة
117	2- طرق التسعير
117	1-2- طريقة المناادة
117	2-2- طريقة الصندوق
118	2-3- طريقة الأدرج
118	2-4- طريقة المقابلة
118	3- أوامر بورصة الأوراق المالية و عملياتها
118	1-3- أوامر بورصة الأوراق المالية
118	1-1-3- مفهوم أمر البورصة
119	2-1-3- شكل أمر البورصة
119	3-1-3- شروط أمر البورصة
120	4-1-3- بيانات أمر البورصة
120	2-3- أنواع أوامر التعامل في البورصة
124	المطلب الثالث : كيفية تسعير الورقة المالية في بورصة
124	1- مبادئ عملية التسعير
124	2- كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة

126	3- آلية التأثير على أسعار الأسهم
126	3-1- إعادة شراء السهم
126	3-2- التوزيعات في صورة أسهم
127	3-3- اشتقاق الأسهم
128	المطلب الرابع : أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
128	1- التحليل الأساسي
130	2- آلية التحليل الأساسي و خطواته
131	3- التحليل الفني
131	3-1- فلسفة التحليل الفني
133	المبحث الثاني : عمليات و مؤشرات الأسواق المالية
133	المطلب الأول : عمليات بورصة الأوراق المالية.
133	1- العمليات الآنية
133	2- العمليات الآجلة
134	3- التداول بالهامش
135	4- هامش الوقاية
136	5- البيع على المكشوف
142	المطلب الثاني : مؤشرات الأسواق المالية
142	1- تعريف المؤشرات
145	2- أهداف المؤشرات في الأسواق المالية
147	3- أساليب بناء المؤشرات
147	3-1- مؤشر السوق الموزون بالأسعار

148	3-2- المؤشر الموزون بالقيمة السوقية
149	3-3- المؤشر الموزون بأوزان متساوية
150	3-4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي
152	المطلب الثالث : التمثيل البياني للمؤشرات
152	1- المنحنى المستمر
152	2- منحنى الأعمدة
152	3- خطوط الاتجاه أو خطوط الدعم و المقاومة
154	4- التحليل الحركي
154	5- إستراتيجية المصفاة
155	6- إستراتيجية القوة النسبية
156	7- الشموع اليابانية
158	8- كيفية قراءة لوحات الأسعار
160	المبحث الثالث : الفروقات الأساسية بين الاستثمار و المضاربة
160	المطلب الأول : تعريف الاستثمار و المضاربة
160	1- مفهوم المضاربة في بورصة الأوراق المالية
162	2- المضاربة و الاستثمار
162	2-1- الفرق بين الاستثمار و المضاربة
164	3- القمار و المضاربة
165	4- المعايير الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية
166	المطلب الثاني : الطلب على النقود لغرض المضاربة
169	1- السياسة النقدية و عمليات المضاربة

170	1-1- دور السياسة النقدية في تنمية سوق الأوراق المالية
172	1-2- دور السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية
173	المطلب الثالث : أنواع المضاربين في سوق الأوراق المالية
173	1- تعريف المضارب
173	2- أنواع المضاربة من حيث التوقعات
173	1-2- المضاربة على الصعود
173	2-2- المضاربة على النزول
174	3- أنواع المضاربين من حيث الممارسة و التجربة
174	1-3- المضارب المحترف
174	2-3- المضارب الهاوي
174	4- أنواع الممارسات القدرة للمضاربين
174	1-4- فتح حسابات متعددة للتداول
175	2-4- التلاعب في نقل المعلومات
176	3-4- تسريب المعلومات خاطئة وشائعات
177	المطلب الرابع : العولمة المالية و اتساع ظاهرة المضاربة
179	1- فوائد المضاربة
180	2- أضرار المضاربة
182	3- التكيف الفقهي للمضاربة في بورصة الأوراق المالية
185	الفصل الثالث : المخاطر الناجمة عن عمليات الإصدار و التداول
187	المبحث الأول : تطور الأسواق العربية و الأزمة المالية العالمية
187	المطلب الأول: مؤشرات قياس درجة تطور الأسواق المالية.

187	1- حجم السوق
187	2- سيولة السوق
187	3- درجة التركيز و عدم الاستقرار
188	4- مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية
189	5- مؤشرات اندماج السوق و تسعير الأصول
191	المطلب الثاني : أسباب و نتائج الأزمة المالية العالمية
191	1- نشأة الأزمة المالية العالمية
192	2- مفهوم الأزمات المالية
194	2-1- أنواع الأزمات المالية
195	2-2- أسباب الأزمة المالية العالمية
199	2-2-1- أسباب مباشرة
200	2-2-2- الأسباب الغير مباشرة
204	3- نتائج الأزمة المالية العالمية
210	المطلب الثالث : الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية
210	1- النهج الأوروبي المشترك للتعامل مع الأزمة
211	2- خطة دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى G7
211	3- النهج العربي الفردي للتعامل مع الأزمة
212	4- أهم الخطط التي اعتمدها الولايات المتحدة الأمريكية
215	المطلب الرابع : الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها.
219	المبحث الثاني : مخاطر سوق الأوراق المالية
219	المطلب الأول : أنواع العوائد و المخاطر

219	1- العائد في ظروف التأكد
219	2- العائد في ظروف عدم التأكد
219	3- العائد على المحفظة
220	4- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
222	المطلب الثاني : أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
223	1- المخاطر المنتظمة
224	2- المخاطر غير المنتظمة
225	3- سلوك المستثمر اتجاه المخاطرة
227	المطلب الثالث : مخاطر استخدام المشتقات في التحوط ضد المخاطر
227	1- المخاطر الائتمانية
227	2- مخاطر السيولة
227	3- مخاطر الإحلال
227	4- مخاطر تشغيلية
227	5- مخاطر قانونية
231	المطلب الرابع : طرق قياس المخاطر
233	1- التشتت والانحراف المعياري
233	2- بيتا Beta
236	المبحث الثالث : المحافظ الاستثمارية وإدارة الخطر
236	المطلب الأول : المخاطر و التنوع في المحافظ الاستثمارية
236	1- التنوع في المحافظ الاستثمارية
236	2- التنوع الساذج

238	3- تنوع ماركويتز
239	4- دور معامل الارتباط في تحديد درجة المخاطرة
240	5- قياس المخاطر المرجحة للمحفظة الاستثمارية
241	المطلب الثاني : المحافظ الكفوة
241	1- عائدات المحفظة
242	2- قياس المخاطر المرجحة للمحافظ الإستثمارية
244	المطلب الثالث : اختيار المحفظة المثالية
245	1- التوازن في سوق رأس المال
247	2- خط سوق رأس المال
248	3- تحليل سلوك المستثمر وفق المنفعة ووفق منحنيات السواء
250	4- استخدام معامل بيتا في إدارة المحافظ الاستثمارية
253	المطلب الرابع : نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية
253	1- تصنيف أداء مدير المحفظة
254	2- الأسلوب العلمي لقياس أداء المحافظ الاستثمارية
255	2-1- مقياس شارب
256	2-2- مقياس ترينور
259	2-3- مقياس جنسن
264	الفصل الرابع : دراسة العلاقة بين الإصدارات والمؤشرات الكمية للأسواق المالية العربية
266	المبحث الأول : مميزات الأسواق المالية العربية
266	المطلب الأول : نظرة تاريخية حول الأسواق المالية العربية
266	1- السوق السعودي للأوراق المالية

267	2- سوق البحرين للأوراق المالية
268	3- سوق الكويت للأوراق المالية
268	4- سوق الإمارات العربية
269	5- سوق رأس المال في الأردن
270	6- بورصتا القاهرة و الإسكندرية
271	7- نشأة بورصة الجزائر
272	المطلب الثاني : العوائق التي تواجه الأسواق المالية العربية
272	1- معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية
272	2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية
273	3- ضيق الأسواق المالية و محدوديتها
280	4- ارتفاع درجة تركيز التداول
280	5- ضعف نشاط السوق الأولي
282	6- التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية
283	7- عقبات الربط بين الأسواق المالية العربية
284	المطلب الثالث : شروط القيد و الإدراج في الأسواق المالية العربية
284	1- شروط و متطلبات الإدراج في البورصة السعودية
284	2- الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية
285	3- شروط الإدراج في سوق عمان المالية
285	4- شروط الإدراج في البورصة التونسية
286	5- شروط الإدراج في بورصة الجزائر
287	المطلب الرابع : التطورات الخاصة بنشاط الأسواق العربية

287	1- تطور تعاملات الأجانب في أسواق المال العربية
287	2- أداء البورصات ومؤشرات الأسعار
289	المبحث الثاني : النموذج القياسي المستعمل في تحليل أداء الأسواق المالية العربية
289	المطلب الأول : تقديم و صياغة النموذج الخطي البسيط
290	1- المقصود بالمعلمتين a و b
291	2- العلاقات الإحصائية
292	المطلب الثاني : الانحدار الخطي المتعدد
293	المطلب الثالث : قانون التوزيع الطبيعي
293	1- القانون الاحتمالي للتوزيع الطبيعي
294	2- التمثيل البياني لقانون التوزيع الطبيعي
294	3- خصائص التوزيع الطبيعي
296	4- تابع التوزيع
296	المطلب الرابع : التوزيع الطبيعي المعياري
299	المبحث الثالث : تحليل أداء الأسواق العربية باستخدام برنامج <i>E-views</i>
299	المطلب الأول : متغيرات الدراسة
301	1- نظرة عامة على أداء الأسواق
304	2- تحليل مؤشرات تطور سوق مصر، السعودية والأردن
304	2-1- المؤشر العام لأسعار الأسهم
305	2-2- مؤشر القيمة السوقية
306	2-3- مؤشر حجم التداول
307	2-4- مؤشر معدل دوران السهم

308	2-5- مؤشر عدد الشركات
311	المطلب الثاني : نشاط الإصدارات الأولية في البورصات العربية
311	1- نشاط الأسهم
312	2- نشاط السندات
313	3- نشاط الصكوك
315	المطلب الثالث : علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات أداء سوق مصر، السعودية و الأردن
315	1- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات بورصة عمان
316	1-1- علاقة الإصدارات الأولية بحجم وسيولة السوق
317	1-2- علاقة الإصدارات الأولية بدرجة التركيز و الاستقرار
317	1-2-1- تمركز السوق
318	1-2-2- عدم الاستقرار
319	2- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات بورصة السعودية
320	1-2- علاقة الإصدارات الأولية بحجم وسيولة السوق
321	2-2- علاقة الإصدارات الأولية بعدم الاستقرار
322	3- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات البورصة المصرية
322	1-3- علاقة الإصدارات الأولية بحجم السوق ومؤشر السيولة
324	2-3- علاقة الإصدارات الأولية بعدم الاستقرار
325	المطلب الرابع : علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات أداء الأسواق العربية
325	1- علاقة الأسهم بمؤشرات الأسواق العربية
326	2- علاقة السندات و الصكوك بمؤشرات الأسواق المالية العربية
327	3- دراسة مقارنة لنتائج الأسواق

328	4- أثر مؤشرات البورصة على حجم الإصدارات
328	4-1- بورصة الأردن
328	4-2- بورصة السعودية
328	4-3- بورصة مصر
329	4-4- مجموع البورصات العربية
331	● الخاتمة العامة -----
334	● الاقتراحات و الاستنتاجات -----
336	● قائمة المراجع -----
347	● قائمة الجداول -----
349	● قائمة الأشكال -----
	● الملاحق

مقدمة

شهدت الأسواق المالية في البلدان النامية تغييرا جذريا في تكنولوجيا المعلومات وازدياد سرعة و سهولة تنفيذ المعاملات المالية واستحداث أدوات مالية جديدة، مما سمح باتساع نطاق البدائل التمويلية أمام الشركات التي تريد تمويل استثماراتها في أسرع وقت وبأقل تكلفة ودون وجود تضارب بين مصالح الملاك والمدراء، هذا التضارب ميز بطبيعة الحال التمويل عن طريق الاستدانة من البنوك، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الوساطة اتجاه التجمعات الصناعية والمالية الكبيرة التي تحتاج إلى تمويل طويل الأجل وموارد مالية بكميات ضخمة، يتعذر في كثير من الأحيان الحصول عليها من البنوك، جعل الشركات تعتمد أكثر فأكثر على سوق الأوراق المالية للحصول على الأموال اللازمة للتمويل، مما أدى إلى تغير ديناميكية السوق، وأصبحت العلاقة مباشرة بين أصحاب رؤوس الأموال والشركات أو منظمي المشروعات، عن طريق الإجراءات التي تقوم بها سوق الأوراق المالية في تبسيط هذه العلاقة بفتح سوق للإصدارات الجديدة من أجل تمويل الشركات بعد جمع المعلومات الدقيقة عن إمكانيات الشركات وتوفيرها للمستثمرين.

وبما أن المعاملات في الأسواق المالية أصبحت تتسم بالسرعة الفائقة، فقد تتم عملية تصريف الإصدارات في فترة وجيزة، تدفع المستثمرين إلى شراء وبيع الأوراق المالية بكميات ضخمة ومتواصلة، قد تؤدي إلى تفاقم حركات الأسعار مما يهدد استقرار السوق المالية، هذا من جهة. أما من الناحية الأخرى فقد تقوم بعض الشركات بنشر معلومات مضللة تحدث نفس العملية السابقة، لذا فالسوق المالية الكفؤة تتخذ مجموعة من الإجراءات لتنظيم عمليات الإصدار وطريقة تصريفها، بما يزيد في نشاط السوق ونموه. كما يمكن للسوق الكفؤة أن تتجنب أوجه القصور الموجودة في الإصدارات الحالية وتقوم بنشر الوعي بالنسبة لخصائصها الاستثمارية لدى الجمهور.

وفي ظل التحولات الاقتصادية التي عرفتها الدول العربية نحو الاقتصاد الحر منذ عقد التسعينات من القرن الماضي، فقد شهدت في السنوات الأخيرة نشاطا ملحوظا في حجم الإصدارات الأولية، مما أثر على حجم السوق وسيولته، ولمعرفة نتائج زيادة الإصدارات على مؤشرات النمو وتطور الأسواق المالية نطرح الإشكالية التالية :

إشكالية البحث

تتمثل الإشكالية المدروسة في مدى قدرة الإصدارات الجديدة على تحريك و تنشيط حركة التداول بما يساعد على تطوير ونمو سوق الأوراق المالية، لذا سنحاول طرح السؤال التالي : ما مدى تأثير الإصدارات المطروحة للاكتتاب العام على المؤشرات الكمية لتطور و نمو سوق الأوراق المالية العربية ؟

وتندرج تحت هته الإشكالية تساؤلات فرعية نوردتها كما يلي:

• ما هي آليات إصدار الأوراق المالية وما هي أنواع الأوراق المالية المصدرة في الدول العربية؟

• إلى أي مدى تنعكس كفاءة الأسواق على حجم الإصدارات الأولية؟

• ما هي مختلف الأسباب التي تساهم في استقرار البورصات العربية؟

• بماذا تميز أداء البورصات العربية في الفترة الأخيرة؟

فرضيات البحث

تدعيما لهذه الإشكالية و ضعنا مجموعة من الفرضيات تتمثل فيما يلي :

- 1- أن الإصدارات المضبوطة والمدروسة تساهم في تنشيط السوق المالية.
- 2- ترجع التقلبات الحادة في السوق المالية لدخول أدوات مالية جديدة للتداول.
- 3- لا ترجع تغيرات التي تحدث في السوق المالية إلى الإصدارات الأولية فقط.
- 4- يساهم صناع السوق المتخصصون في استقرار السوق المالية.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في إعطاء رؤية علمية عن الأسواق العربية و التي تبين فعالية الإصدارات الأولية من أسهم وسندات وصكوك في إقامة سوق مالية عربية مستقرة وكفؤة تساهم في زيادة حجم التداول و زيادة عدد الشركات المدرجة، بالإضافة إلى كسب ثقة المستثمرين الأجانب، و هذا خدمة للتنمية العربية.

أهداف الدراسة تكمن أهداف هذه الدراسة في :

- 1- ضبط القرارات الخاصة بالتمويل والتخصيص الكفاء للموارد المالية.
- 2- التقليل من المخاطر الناجمة عن التحركات الحادة في الأسعار و حجم السيولة والتنبؤ بالأزمات المالية.

3 -كسب ثقة المستثمرين والجمهور المتعاملين داخل السوق المالية مما يزيد في كفاءتها الداخلية والخارجية.

4 تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول العربية

أسباب اختيار الموضوع

السبب الرئيسي و الذي دفعني بقوة لاختيار هذا الموضوع هو زيادة أحجام التداول من سنة إلى أخرى سواء في البورصات المتطورة أو النامية و حتى العربية حيث أصبح حجم التداول إضعاف الناتج المحلي الإجمالي و في البورصات العربية تضاعف لأكثر من 500 مرة مقارنة بحجم الإصدارات، لذا أصبح تركيز المضاربين على الاستثمار المالي و ليس الحقيقي الذي يخدم استقرار البورصة و استمراريتها.

منهجية البحث

سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي خاصة في الجانب النظري، بالإضافة إلى استعمال الأدوات الرياضية والإحصائية التنبؤية التي تساعد على تفسير العلاقة الموجودة بين الإصدارات والمؤشرات الأساسية للبورصة و ذلك بعد جمع البيانات و تبويبها في جداول حسب الفترات الزمنية أو وضعها في أشكال ورسوم بيانية تعطي صورة عامة وسريعة، ثم تأتي عملية حساب النتائج عن طريق النماذج الرياضية من أجل تحليلها وتفسيرها بالمعنى الاقتصادي حتى تكون كقاعدة أو معيار عام لترشيد الاستثمار بسوق الأوراق المالية.

الدراسات السابقة

ونحن بصدد إعداد هذا البحث، تم الإطلاع على بعض الأبحاث و الرسائل التي تناولته من جوانب مختلفة:

- محمد براق: بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

حيث تدور إشكالية هذا البحث في : هل يمكن أن تكون بورصة القيم المنقولة بالجزائر كفاءه في الوضع الحالي على أن ينتظر منها تقديم مساهمة مهمة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وذلك بالتمويل الجيد لمختلف المشاريع المفيدة كما هي في الدول المتقدمة، وقد قسم الباحث رسالته إلى أربعة أبواب منها اثنان نظريان واثنان في الجانب التطبيقي.

فالباب الأول : معالم التنمية وطرق تمويلها و الباب الثاني تناول فيه مفاهيم عامة لبورصات القيم المتداولة ومختلف آلياتها.

أما الباب الثالث : واقع التنمية وتجربة بورصات القيم المنقولة في العالم والباب الرابع واقع التنمية بالجزائر وبورصة القيم المتداولة.

تمت هذه الرسالة قبل بداية عمل بورصة الجزائر لنشاطها رغم أن فكرة إنشاء بورصة الجزائر في سنة 1987 بعد أزمة 1986 بالجزائر، فإنه لم يكن بوسع الباحث إثبات مدى مساهمة الجزائر في التنمية في الجانب التطبيقي ويعتبر هذا البحث من أهم الأبحاث الأكاديمية التي تناولت هذه المواضيع.

● محمد برينه، دراسة حول أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية-صندوق النقد العربي-أبو ظبي، عام 2004.

تتمحور هذه الدراسة حول إصدار الأوراق المالية الحكومية "سندات الخزينة" في دول مجلي التعاون الخليجي وكيف تؤثر على تداول الأوراق المالية في البورصة و لماذا يركز المستثمرين على الأوراق المالية الحكومية أكثر من الأوراق المالية الحكومية، خاصة في الفترات التي ينخفض فيها سعر النفط، ولقد توصل الباحث إلى أن حجم الإصدارات من هته الأوراق يتزايد من سنة إلى أخرى خاصة في الفترات التي يزيد فيها عجز الميزانية، و التركيز على هته الأوراق يرجع إلى أنها ذات سيولة عالية ومضمونة من قبل الدولة، كما أنها تعتبر سياسة من سياسات البنك المركزي عن طريق سياسة السوق المفتوحة لذا فهي تتأثر بحجم العروض النقدي ومعدلات التضخم و أسعار الفائدة و سعر الصرف وحتى الناتج المحلي الإجمالي و معدل الاستثمار و عجز الميزانية وأسعار البترول.

● سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية) – منتدى الإمارات للأوراق المالية- تموز لعام 2004.

تركز هذه الورقة البحثية على كيفية طرح الأوراق المالية للاكتتاب العام في بورصة الأوراق المالية و مالها من دور بارز في توفير مصادر التمويل للشركات و الخزينة العمومية، بالإضافة إلى تأثير مؤشرات البورصة و سيولة السوق و مدى استقراره بسبب المعطيات الواردة عن الأوراق المالية التي أصدرت لأول مرة، كما تطرق الباحث إلى أهمية ودور المعلومات و سلوك المستثمرين في التأثير على حجم الإصدار و سعره وكذلك دور بنوك الاستثمار و البنوك التجارية و مختلف المؤسسات المالية و النقدية في إنجاح عملية الاكتتاب واستقرار أسعار الأوراق المالية.

● مريم عديلة، محاولة قياس اثر البورصة في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991-2002) ، رسالة ماجستير، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، سنة 2004/2003.

في هذا البحث طرح أهم تساؤل : هل نشاط سوق التبادل وانتقال الملكية له أثر ودور في الاقتصاد؟ وهل كثافة عمليات التداول تحدم التنمية الاقتصادية؟

و لقد توصل الباحث إلى أن القطاعات الاقتصادية المنتجة ليس لها مصلحة من جراء هذا النشاط، فهو لا يعني بالضرورة زيادة حجم المدخرات الوطنية وزيادة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، لأن التداول في السوق الثانوية لا يمثل أي إضافة للاستثمار الفعلي، ولا يعد استثمارا حقيقيا جديدا، وإنما الأمر مجرد انتقال للملكية من فرد إلى آخر، وهذا لا يخدم الاقتصاد الوطني بصورة مباشرة، ولكن من المعروف أن من أهم مهام سوق التبادل هو توفير السيولة للإصدارات الأولية للأسهم و السندات وذلك بتسيير تداول الأوراق المالية وتحويلها إلى نقد بسرعة ويسر متى رغب حاملها بذلك، هذا ما يؤدي إلى نجاح السوق الثانوية من خلال زيادة نشاطها، كما يضفي على الأوراق المالية جاذبية تعمل على استقطاب المدخرين، وهذا ينعكس إيجابيا على السوق الأولية للإصدارات حيث يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين وتفاعلهم مع عمليات السوق الأولية المتمثلة في الإصدارات والاكتتابات الجديدة سواء كانت الشركات جديدة تؤسس لأول مرة، أم لزيادة رؤوس أموال الشركات القادمة لتقوم بتطوير عملياتها الإنتاجية، وهذا بلا شك يعظم من فرص إنشاء وتأسيس شركات مساهمة عامة جديدة وهو ما تسعى إليه سوق الأوراق المالية إلى تحقيقه لخدمة الاقتصاد الوطني.

• بن اعمر حاسين، فعالية الأسواق المالية العربية في الدول النامية —دراسة قياسية— أطروحة

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، السنة الجامعية

2013/2012.

تكمن أهمية هذه الدراسة في إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية و التطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة الأسواق المالية في البلدان النامية مع توضيح شروطها التي تؤدي إلى فعاليتها.

وقسم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، حيث تطرق الفصل الأول إلى الجوانب النظرية والفنية للأسواق المالية مبرزا مفاهيم وطبيعة عمليات سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقييم وأساليب تحديد الأسعار في البورصة. ويتعلق الفصل الثاني بكفاءة سوق الأوراق المالية مبرزا مفاهيم وصيغ ودور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مفاهيم نظرية المحفظة المالية وكيفية أدائها في السوق. أما الفصل الثالث فيتعرض إلى واقع أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بالتركيز على البورصات وتحديات التحير المالي بالإضافة إلى التطرق للإطار النظري لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية ثم أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وأهم معوقات نموها في الدول النامية، ثم التطرق إلى تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية بالاعتماد على النماذج القياسية واختبار الفرضيات.

واعتقادا على البحوث السابقة حاولنا تقديم إضافة تتمثل في أهمية سوق الإصدار عن طريق الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب في توفير السيولة و الاستقرار و الأبتعاد عن تركيز التداول في عدد معين من الشركات في البورصات العربية.

خطة البحث

يتناول هذا البحث موضوع يتكون من مقدمة وأربعة فصول وخاتمة، تهتم بمعالجة إشكالية البحث، وقسم كل فصل إلى ثلاث مباحث رئيسية تتناول النقاط التالية :

يتناول **الفصل الأول** : الطرق التي تطرح بها المؤسسات الأوراق المالية لزيادة رأس المال و ما هي مختلف المراحل التي تمر عليها و ذلك بعد دراسة البدائل التمويلية و المصدر التمويلي الذي يقلل من تكاليف التمويل و ذلك بالتوجه إلى بنوك الاستثمار التي تعمل على إنجاز عملية الاكتتاب و مقابل هذا يجب أن تتوفر سوق مالية كفؤة تنشط من تصريف الإصدارات الأولية عن طريق تسرب المعلومات الخاصة بالشركة إلى الوسطاء والأعضاء في السوق الأولية و الثانوية.

وفي **الفصل الثاني** تطرقنا لآليات تسعير الأوراق المالية و كيف يمكن لورود المعلومات و الشركات أن تؤثر على أسعارها و حجم تداولها، و في الأخير ما هي أهم الطرق التي يستعملها المستثمرون لاتخاذ القرار الراجح أو الصائب للاستثمار في أدوات سوق رأس المال و ذلك بالاعتماد على المؤشرات و عمليات البيع على المكشوف و التداول بالهامش و على حسب هذه العمليات ميزنا بين المضارب و المستثمر و مختلف المعاملات القذرة التي تؤثر على استقرار البورصة و نشاط التداول.

أما **الفصل الثالث** فيخص مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية و في أسواقها و أهم الأزمات الناشئة عن ذلك و مخاطر استخدام المشتقات كالمبادلات والخيارات ولتفادي ذلك حاولنا التطرق لتنوع المحافظ و المحافظ الكفؤة و نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية. و كفصل أخير تعرضنا لمراحل تطور الأسواق المالية العربية و أهم العوائق التي تواجهها و شروط القيد و الإدراج فيها، ثم حاولنا قياس العلاقة بين المؤشرات الكمية و حجم الإصدارات باستخدام برنامج خاص و ذلك بدراسة عينة مكونة من ثلاثة أسواق ثم إعطاء النتائج المعممة على كافة الأسواق المالية العربية.

صعوبات البحث

نظرا لحدثة هذا الموضوع نسبيا بالنسبة للأسواق المالية العربية و قلة الكتابات في هذا المجال واجهتنا صعوبات في البحث عن المراجع المتخصصة رغم توفر معلومات عامة تتحدث عن الأسواق المالية، ولكن هي محدودة بالنسبة للأسواق المالية العربية وإن وجدت فهي تحتوي على

معلومات قليلة وفي كثير من الأحيان هي غير حديثة. فوجدنا صعوبة في ربط حجم الإصدارات مع مؤشرات الأسواق المالية العربية في الجانب النظري ولم يتجلى ذلك بوضوح إلا من خلال جانبه التطبيقي، الذي زاد من وضوح الأفكار وشفافية الموضوع.

كما واجهتنا صعوبات في الجانب التطبيقي من حيث قلة الإحصائيات الخاصة بحجم الإصدارات الأولية داخل البورصات العربية، مما قادنا إلى الاقتصار على عينة مكونة من ثلاث أسواق، بالإضافة إلى تشتت الإحصائيات في بعض الأحيان على شبكات الانترنت وصعوبة جمعها وترتيبها وإن رتبت فهي في الكثير من الأحيان تختلف من موقع إلى آخر خاصة بالنسبة لمؤشرات السيولة، الحجم ودرجة التركيز، التي تعبر عن تطور أداء البورصات العربية.

الفصل الأول :

عمليات الإصدار و كفاءة الأسواق المالية

المبحث الأول : آليات الإصدار في السوق المالية

المبحث الثاني : كفاءة و سيولة سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث : العلاقة بين كفاءة السوق و نمو الإصدارات

مقدمة الفصل الأول

تسعى معظم الشركات إلى البحث عن مصادر التمويل وزيادتها للنهوض باستثماراتها، لذا تعمل تلك التي قبلت من قبل لجنة البورصة على إنجاز عمليات الاكتتاب في أوراقها المالية المصدرة حديثاً وذلك عن طريق اللجوء إلى بنوك الاستثمار والتي تملك المهارة في مجال تصريف الأوراق المالية ولديها الخبرة الطويلة التي تراكمت عبر السنوات لإنجاح عمليات الاكتتاب لذا تحاول طرح الإصدار بأسعار مدروسة و معقولة وفي نفس الوقت البحث على كبار المستثمرين والبنوك والشركات المستعدة لشراء الإصدار مما يوفر لها دخلاً و للشركات المصدرة تمويل طويل الأجل، ويساهم كلا الطرفين سواء الشركات المصدرة أو بنوك الاستثمار في تفعيل كفاءة سوق الإصدار والتداول وذلك عن طريق الالتزام بالشفافية ونشر المعلومات الصحيحة عن الحالة الاقتصادية للشركة ولكافة المتعاملين بالتساوي وبأسرع وقت ممكن حتى يكون هناك تكامل بين السوق التي تستوعب الإصدارات والشركات المصدرة، وهذا التكامل يوفر الحيوية والسيولة والعمق في نشاط بورصة الأوراق المالية وثقة المتعاملين في الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات التي تبحث عن الإشهار، زيادة القيمة السوقية والنمو.

المبحث الأول : آليات الإصدار في السوق المالية

لقيام أي مشروع أو نموه لابد من إستراتيجية فعالة لتوفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل العملية الاستثمارية، ولكي تتم تلك العملية يتعين توفر وسطاء ماليين يمكن من خلالها نقل الموارد المالية من المدخرين إلى المستثمرين وتوفير إطار تشريعي ومؤسسي يكفل رقابة وتنظيم تلك العملية بحيث تتم المعاملات السابقة بصورة سليمة.

المطلب الأول : مصادر التمويل

من أجل توفير موارد مالية جديدة يجد المشروع نفسه أمام مجموعتين من الخيارات المتعددة : الاستدانة أو زيادة رأس المال وهي الطرق المتبعة لجمع الأموال وتوظيفها بغرض إنشاء مشاريع جديدة أو توسيع القديم¹

1- الاستدانة من البنوك : في هذه الحالة تلجأ الشركة أو الحكومة أو الهيئة إلى البنوك للحصول على قروض، يدفع بموجبها الجانب المدين خدمات الديون و على هذا الصعيد تلعب مؤسسات الإقراض دور الوسيط فتقوم بجمع جزء من مدخرات الأسر و المشروعات محولة ذلك إلى توظيف متوسط وطويل الأجل. وإذا كانت الاستدانة تزيد من ثقل الأعباء المالية الواقعة على عاتق المشروع، فهي على الرغم من ذلك محدودة زمنيا حيث تستمر لغاية الانتهاء من تسديد الدين. أما فيما يتعلق بزيادة رأس المال، فهي تنمي الموارد الذاتية مما يتيح الانتقال إلى هيكلية أسلم للميزانية، وهو الخيار الثاني الذي أصبحت تحبذه كبريات المشروعات، يتمثل في توجه هذه الأخيرة إما مباشرة إلى المساهمين الأساسيين أو إلى السوق المالية.

2- اللجوء إلى السوق المالية : هي بمثابة مكان للإصدار وتبادل الأوراق المالية القابلة للتداول، ويقوم نشاطه على مبدأ تعميم المعطيات و توفيرها للجميع، بهدف تأمين سيولة جماعية دون المرور عبر وسطاء محددين²، و السوق المالي بمعنى آخر هو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تقصدها الحكومات والشركات والجماعات المحلية للترود بما تحتاجه من أموال باستعمال الإصدارات من الأسهم والسندات³ عن طريق تحويل الأموال من الأفراد الذين لا يستعملونها في العملية الإنتاجية إلى آخرين يوظفونها في الإنتاج، هذا الأداء للسوق المالية مهم جدا لتنشيط الكفاءة الاقتصادية⁴ و زيادة النمو الاقتصادي، و السوق المالية ذات الأداء الضعيف أحد الأسباب التي جعلت الكثير من الدول باقية عند مستوى الفقر⁵ والبعد عن الاستقرار المالي.

¹ - مجموعة من المراجع :

* جبار محفوظ : البورصة و دورها في التمويل في ظل الإصلاحات الاقتصادية، نشرة إعلامية تصدر عن جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 01، جويلية 2006، ص 15، 16.

* وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية- قضايا نقدية و مالية - الجزء الأول، دار المنهل اللبناني /مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى 2003، ص 16.

² - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 16.

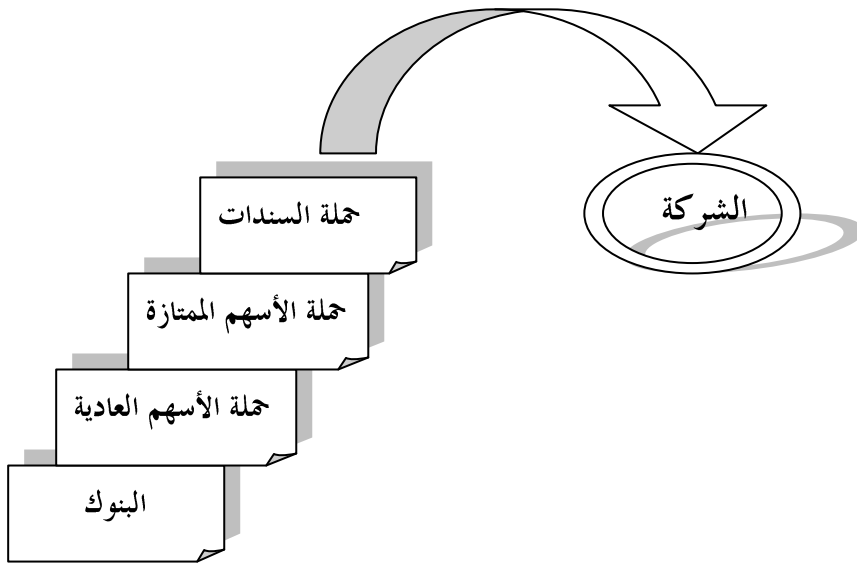
³ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 15، 16.

⁴ - مفهوم الكفاءة الاقتصادية، أنظر الصفحة 31 .

⁵ -Frederic S.Mishkin Columbia university, the economics of money, banking and financial market, seventh edition, PEARSON edition, 2004, P 3.

و الملاحظ أن الأسهم لها جاذبية معينة من قبل الشركة أكبر من الاقتراض أو إصدار السندات لأنها لا تكلف الشيء الكثير و لا تحتاج الشركة لدفع فوائد دورية مقابل ما تحصل عليه من مال، وليس عليها إعادة كامل رأس المال للمساهمين كما يحدث في حالة الاقتراض، لكن المشكلة في طرح الأسهم هي أنها تبدد ملكية الشركة مما يؤدي إلى إنقاص ملكية حملة الأسهم الحاليين إضافة إلى ضعف إمكانية التحكم بالشركة، و هذا الأخير هو أحد أهم أسباب إصدار الأسهم الممتازة⁶ مع حرمان صاحبها من حق التصويت لكن مع أولوية الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، ومنه يمكن ترتيب مصادر التمويل لرفع رأسمال الشركة كما يلي:

الشكل رقم (1) : مصادر تمويل أو رفع رأسمال الشركة



المصدر : فهد عبد الله الحويماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150.

أما عن تقسيم السوق المالي فيقسم عادة إلى فرعين أساسيين هما :

1-2- السوق الأولية : *Primary Market*

هي السوق التي يتم فيها ترويج و بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من أسهم و سندات الشركات و سندات الخزينة. و تتم العملية من خلال بنوك الاستثمار *Investment Banks* باعتبارها المؤسسات الرئيسية التي تعمل في سوق رأس المال الأولي.⁷

و بالنسبة لإصدار الأسهم هناك نوعان من الإصدارات :

⁶ - فهد عبد الله الحويماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص 150/149.
⁷ - محمد أمين عزت الميداني، تطوير أسواق رأس المال في سورية من الموقع www.kantakji.org/fiqh/markets.htm بتاريخ 08 أكتوبر 2007.

✓ **النوع الأول** : إصدارات أسهم لشركات مساهمة لها أسهم قائمة في السوق و تحتاج إلى أموال ملكية لتمويلها توسعاتها الرأسمالية فتعتمد إلى إصدار أسهم جديدة و هذا ما يسمى بالطرح الثانوي للأسهم

Secondary Offering

✓ **و النوع الثاني** : إصدارات أسهم لشركات جديدة تصدر أسهمها لأول مرة و يضمونها بنك الاستثمار. و تدعى هذه الطريقة اكتتاب عام أولي *(IPO) Initial Public offering*، و تذهب حصيلة بيع الإصدار إلى الشركة صاحبة الإصدار.

وعلى الرغم من أن أسباب الطرح الثانوي قد تكون لها مبرراتها الإيجابية كأن تكون الشركة بحاجة لدعم مشاريع أبحاث و تطوير أو شراء شركة صغيرة مكتملة لها وهكذا، ولكن تظل نظرة المستثمرين سلبية لها كونها في واقع الأمر تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم القائمة في السوق مما يؤدي بالتالي إلى انخفاض السعر والسبب في ذلك يعود إلى أن قيمة السهم تعتمد على عدد أسهم الشركة التي في أيدي المالكين. فكلما زاد عدد الأسهم المملوكة نقصت حصة كل سهم من الأرباح و بالتالي تنخفض قيمة السهم. إلا أنه من المفترض أن تستفيد الشركة من التمويل الجديد و بالتالي تزداد إيراداتها و أرباحها في المستقبل، كما أن الشركات عادة تمنح المالكين الحاليين الأحقية في شراء الأسهم الجديدة و بالتالي تمكنهم من شراء الأسهم الجديدة دون دخول ملاك جدد، وعلى الرغم من ذلك يجب متابعة أخبار الشركات و الانتباه عند سماع خبر يفيد بأن الشركة ما على وشك طرح أسهم إضافية و من ثم دراسة الوضع بشكل جيد و عدم المشاركة إذا كان الهدف من الطرح سداد ديون متراكمة أو لأغراض أخرى غير مقنعة خاصة عندما تكون النتائج المالية غير مشجعة أو أن تكون نسبة نمو الإيرادات ضعيفة أو أن معدلات الأرباح في تديني مستمر⁸.

أما بالنسبة لسندات الخزينة، فيقوم البنك المركزي نيابة عن الخزينة بطرحها في مناقصات (عطاءات تنافس) *Competitive Bids* لتحديد العائد *Yield* عليها و بالتالي سعر البيع. تحدد وزارة المالية عادة حجم الأموال التي تحتاجها (القيمة الاسمية للسند المعروفة) و تاريخ استحقاق الإصدار. تقدم العروض إلى البنك المركزي من مؤسسات استثمارية (بنوك، صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد، شركات التأمين، مؤسسات استثمار متخصصة في السندات الحكومية..... الخ) و مستثمرين أفراد. تنقل المعلومات إلى وزارة المالية التي تحدد في النهاية العائد الأدنى و بالتالي سعر السند الأعلى المقبول (العلاقة العكسية بين العائد و سعر السند)، و تحدد على ضوء العروض المقدمة حجم الاقتراض الذي ترغب به وزارة المالية في هذا الإصدار.⁹

* و تعتبر بنوك الاستثمار أهم المؤسسات المالية العاملة في أسواق رأس المال الأولية. تقوم هذه البنوك بشراء الإصدارات من الأوراق المالية من الشركات المصدرة بهدف بيعها إلى المستثمرين النهائيين في أسرع وقت ممكن، و السرعة هنا أساسية لتمكين بنك استثمار من تحرير أمواله الخاصة و إعادة استعمالها في إصدار آخر،

⁸ - فهد عبد الله الحويطي، مرجع سبق ذكره، ص 88،89.

⁹ - www.kantakji.org/fiqh/markets.htm Site Internet précédent.

و يمثل الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع الربح الذي يحققه بنك الاستثمار مقابل أخذه مخاطر الإصدار المتمثلة في احتمال أن ينخفض سعر البيع إلى أقل من سعر الشراء. وتقوم بنوك الاستثمار بإعلام الجمهور وسلطات البورصة بالعملية، ويتم إنجاح هذه العملية باللجوء إلى عقود ضمانات تدرج ضمن أحد النموذجين:

● **العقود التي تلزم الوسيط:** وفي هذه الحالة تستطيع المؤسسات المالية حيازة الأسهم قبل وضعها بتصرف الجمهور، على أن تأخذ على عاتقها عملية بيعها أو أيضا تلتزم بشراء الأسهم التي لم تجد لها مشترين في نهاية العملية.

● **عقود المعاونة:** العقد في هذه الحالة لا يلزم المؤسسات المالية ببيع كل الإصدارات من الأوراق المالية بل تكفي هذه المؤسسات فقط بتقديم المساعدة من أجل تسهيل أنجاح العملية. لكن السؤال الذي يطرح نفسه الآن: ما هو السعر الذي يباع به الإصدار وهل هناك حد معين لقيمة السهم المصدرة؟

2-1-1- علاوة الإصدار: *la prime d'émission*

يصدر السهم بسعر إصدار (بسر بيع) محصور بين حدين¹⁰:

▲ على الأقل القيمة الاسمية للسهم، لأن كل إصدار دون السعر الاسمي *Pair* هو ممنوع.

▲ على الأكثر القيمة الرياضية المحاسبية *valeur mathématique comptable* للسهم القديم أو تسمى القيمة الدفترية *book value*، والقيمة الرياضية تساوي:

(رأس المال + الاحتياطات) / عدد السهم

و تمثل علاوة الإصدار الفرق بين سعر الإصدار (قيمه في البورصة) و القيمة الاسمية للسهم، فمثلا إذا كانت القيمة الاسمية للسهم التابعة لشركة رياض سطيف 1000 دج وأن قيمته في البورصة 6000 دج، فإن الفرق الذي يعرف بـ علاوة الإصدار يظهر ضمن قائمة الأموال الخاصة كما يلي:

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000		علاوة الإصدار
6.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

¹⁰ - وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية، الجزء الأول، قضايا نقدية و مالية، دار المنهل اللبناني مكتبة رأس النبع، الطبعة الأولى بيروت، 2003، ص 179.

يلاحظ من هذا المثال السابق أن الأموال الخاصة يمكن حسابها من ضرب عدد الأسهم في سعر بيع السهم، كما أن القيمة الدفترية تتغير بتغير علاوة الإصدار وتساوي مجموع الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية. فمثلا إذا افترضنا أن مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة من طرف شركة الرياض هو 2.000.000.000 دج فإن هيكل الأموال الخاصة يصبح كما يلي:

1.000.000.000	مليون سهم	أسهم عادية
5.000.000.000	5.000 دج للسهم	علاوة الإصدار
2.000.000.000		احتياطات وأرباح محتجزة
8.000.000.000		إجمالي الأموال الخاصة

وتكون القيمة الدفترية للسهم 8000 دج أي $8.000.000.000 / 1.000.000$ سهم . أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال الخاصة وقسمة الباقي على عدد السهم العادية و ذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.

يبقى أن نشير إلى أن هذه القيمة تستعمل عند التصفية حتى عرفت بقيمة التصفية للسهم¹¹.

- على العموم فإن سعر السهم يتوقف كما هو معروف على عدة عوامل منها : الأرباح المحققة والمتوقعة للسنوات القادمة، نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، تقدير الخطر الخاص بالشركة المصدرة للسهم، نسبة المديونية، معدل النمو للشركة، العائدات الموزعة من قبل شركات تعمل في نفس القطاع و كذا طبيعة النشاط الذي تمارسه.
- و لشركات المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من حملة الأسهم، كما يحق لأي مستثمر بقدرات استثمارية عالية أن يستحوذ (*takeover*) على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء في الجرائد وإجراء حملة الأسهم و الشركاء الأصليين من أجل تنازلهم عما بحوزتهم من أسهم و تتم هذه الصفقات بأسعار أعلى من الأسعار السائدة في البورصة ويتم هذا النوع من الشراء بطريقة ودية وعادة تتم الموافقة وتخرج الشركة المشتراة من السوق بالكامل، أما في حالة الشراء بالشكل العدائي فيتم ذلك بقيام الشركة الراغبة في الشراء بشراء نسبة كبيرة من الأسهم من السوق مباشرة أو عن طريق تقديم سعر مغر لحملة الأسهم حتى وإن مانع القائمون على الشركة من كبار المالكين ومجلس الإدارة. عندها يقوم مجلس إدارة الشركة بالتصدي

¹¹- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الجزء الثاني الطبعة الأولى ، دار هومة الجزائر ، 2002، ص 12.

لهذا الهجوم من طريق اتخاذ مختلف التدابير لمحاولة رفع سعر السهم في السوق، كأن تقوم الشركة باتخاذ بعض الإجراءات لتطوير عمل الشركة وإصدار بعض الأخبار التي تعطي انطباعا عن توجهات الشركة المستقبلية وخططها التنموية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم وإفشال عملية الشراء. وفي حالة فشل هذه الطرق فقد تقوم الشركة باتخاذ بعض التدابير العجيبة أحيانا كقيامها باستخدام طريقة الحبة المسمومة Poison Pill وهي عبارة عن طريقة لقتل الشركة كي لا تصبح ذات قيمة للشركة الراغبة في الشراء! من ذلك قيام الشركة ببيع عدد كبير من الأسهم لجهات صديقة بسعر متدن الأمر الذي يرفع من عدد الأسهم العائمة في السوق Floating Shares ويجعل عملية شراء كامل أسهم الشركة أمرا مكلفا كذلك قد تقوم بالتخلص مما لديها من مبالغ نقدية Cash لتضعف من جاذبية الشركة في عين المشتري وذلك بدفع ما عليها من ديون ومنح علاوات لموظفيها وأعضاء مجلس الإدارة¹².

أخيرا هناك طريقة تعرف بخطة حقوق المساهمين Stockholders' Rights Plan و التي يقوم من خلالها مجلس إدارة الشركة بمنح حامل السهم أحقية شراء سهم جديد في المستقبل بسعر معين متى ما ظهر هناك احتمال قيام جهة بشراء أكثر من 15% من أسهم الشركة فيصبح من الصعب على الجهة المتعدية السيطرة على الشركة. لذا سنتكلم في الخطوة الموالية عن الأطراف التي لها الحق أو الأولوية في عملية الاكتتاب؟

2-1-2- الحق التفضيلي بالاكتتاب: droit préférentiel de souscription

في حالة زيادة رأس المال يقتضي الحفاظ على حقوق المساهمين السابقين. و يتم تحقيق هذه الغاية عبر الحق التفضيلي للاكتتاب الذي يعطي حق أو أولوية للاكتتاب تستند نسبيا إلى عدد الأسهم المحازة، و كل مساهم يستطيع الاكتتاب بسهم جديد، و فقا لعدد معين من الأسهم القديمة المحازة، و تحسب وفق العلاقة التالية¹³:

$$\text{عدد الأسهم القديمة} / \text{عدد الأسهم الجديدة}$$

مثلا يبلغ رأس مال شركة ما مليون دولار موزع على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها مئة دولار. قررت الشركة إصدار 5000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار، ففي هذه الحالة يستطيع المساهم الاكتتاب بسهم جديد إذا كان يحوز على سهمين قديمين : أي $5000/10000 = 2$ سهم. لكن ما نلاحظه أن قيمة السهم النظرية لحق الاكتتاب تنخفض بعد زيادة رأس المال.

2-1-3- القيمة النظرية لحق الاكتتاب: la valeur du droit souscription

¹² - فهد عبد الله الخويماي، مرجع سبق ذكره، ص 84، 85.

¹³ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 180.

من حيث المبدأ تساوي القيمة النظرية لحق الاكتتاب الخسارة التي يتعرض لها كل سهم قديم على إثر إصدار أسهم جديدة.

على سبيل المثال، شركة يبلغ رأسمالها مليون دولار، موزعة على عشرة آلاف سهم قيمة كل منها 100 دولار، قدرت احتياطياتها بـ: 500000 دولار.

القيمة النظرية (الدفترية) للسهم هي: $(1000000+500000)/10000 = 150$ \$

فإذا زيد رأس المال بقيمة مليون دولار، نتيجة إصدار 10000 سهم جديد قيمة كل منها مئة دولار، تصبح قيمة السهم بعد الزيادة: $200000/2500000 = 125$ \$

لكن إذا أصدرت الأسهم الجديدة بسعر 120 دولار للسهم أي 20 دولار تمثل علاوة إصدار فان قيمة السهم سوف تصبح: $200000/2700000 = 135$ \$

إن القيمة النظرية لحق الاكتتاب تتحدد كما يلي: $150 - 135 = 15$ \$ و نلاحظ أن ارتفاع علاوة الإصدار يؤدي إلى انخفاض القيمة النظرية لحق الاكتتاب وتمثل في الفرق بين سعر السهم القديم و السعر النظري الجديد.

مثال ثان : أصدرت شركة X أسهما جديدة بسعر 300 دولار للسهم مع حق اكتتاب 3 أسهم

جديدة لكل سهمين قديمين، السعر الأخير المسعر كان 320 دولار.

$$* \text{ يتحدد السعر النظري كالتالي: } \frac{(2 * 320) + (3 * 300)}{2 + 3} = 308$$

و القيمة النظرية لحق الاكتتاب = $320 - 308 = 12$ دولار، و إذا قرر المساهم القديم الاكتتاب فان مجمل قيمة أسهمه تصبح: $(3 * 300) + (2 * 320) = 1540$ دولار

و إذا لم يكتتب فانه يتعرض نظريا لخسارة 12 دولار عن كل سهم، ولتعويض هذه الخسارة يمكنه أن يبيع هذا الحق في البورصة.

☞ **قابلية حق الاكتتاب للتداول :** تجدر الإشارة إلى أن الحق التفضيلي بالاكتتاب يجب أن يمارس خلال فترة

معينة تختلف بين بلد وآخر تبعاً لما تفرضه القوانين المطبقة وهذا الحق يسمى غير قابل للتقليص عندما يتمتع المساهم الأساسي بحق الاكتتاب بالأسهم المصدرة. كما أن الحق المذكور هو من جهة أخرى قابل للتداول.

والمساهم المالك لهذه الحقوق يمكنه الأخذ بأحد الخيارين التاليين¹⁴:

◆ استخدام الحق التفضيلي بالاكتتاب من أجل حيازة الأسهم المصدرة والخسارة المحتملة التي قد تتعرض لها

الأسهم المحازة أساساً يجري تعويضها عبر سعر شراء الأسهم الجديدة.

◆ التحلي عن الحق التفضيلي وبيعه في السوق الثانوي.

¹⁴ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، ص 184.

هذه القيمة المتحركة تسعر خلال طيلة فترة الاكتتاب بالأسهم المصدرة وفور إقفال الاكتتاب يصبح الحق التفضيلي دون أية قيمة. ونظرا لأن الحقوق المذكورة مسعرة في البورصة فان سعرها يرتبط بكل من العرض والطلب مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت في التسعير، وسعر الحق يظهر أنه يتجه حكما نحو الصفر كلما ازداد الاقتراب من نهاية فترة الاكتتاب.

2-2- السوق الثانوية : Secondary Market

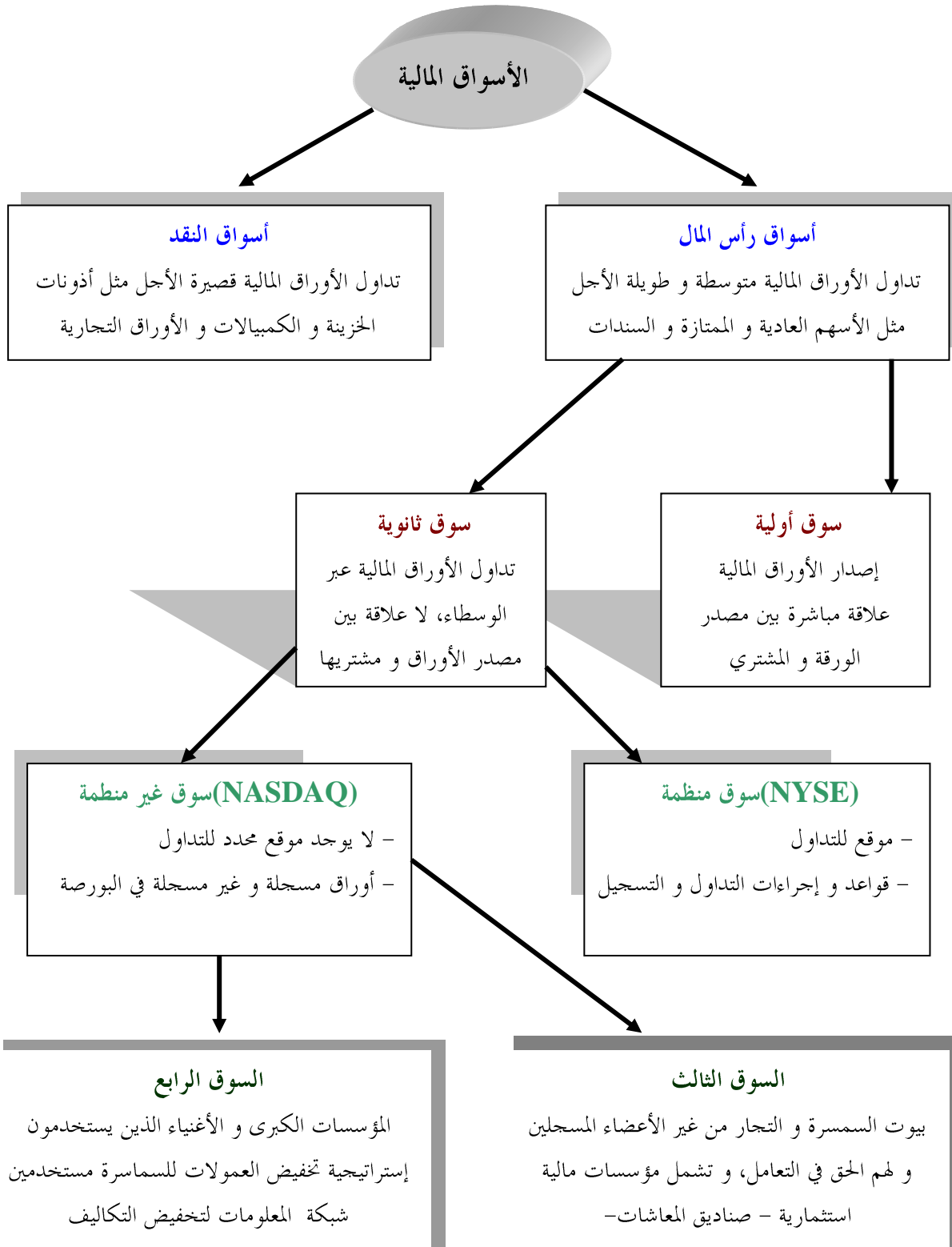
هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية الصادرة (القائمة Outstanding Shares) وتدعى أيضا بورصات الأسهم (Stock Exchange) مثل New York Stock Exchange (NYSE) و American (AMEX) Stock exchange. يتم تداول الأسهم والسندات في الأسواق الثانوية و التي تم إصدارها في السوق الأولي، إضافة إلى المشتقات المالية Financial Derivatives، أدوات تصدرها الأسواق مثل خيارات الأسهم¹⁵ Put and Call Options. ويتم تداول الخيارات أيضا في أسواق متخصصة مثل : Chicago Board Option Exchange (CBOE). النوع الآخر من المشتقات المالية هو العقود المستقبلية السلعية و المالية و يتم تداولها في أسواق متخصصة مثل (CBT) Chicago Board of Trade. وتشمل هذه عقود السلع المستقبلية Commodity Future Contracts وعقود مالية مستقبلية Financial Futures Contracts. تتضمن الأخيرة عقود معدلات الفائدة المستقبلية Interest Rate Future. عقود مؤشرات الأسهم المستقبلية Stock Index Futures، وعقود العملات المستقبلية Currency Futures.

* والمتعاملون الأساسيين في السوق الثانوي هم المستثمرون وليسوا الشركات المصدرة للأوراق المالية. وتقوم هذه الفئة بشراء وبيع الأوراق المالية الصادرة عن الشركات في بورصة الأسهم. وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم و ليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية، والمستثمرون على نوعين أفراد Individuals و مؤسسات Institutions. ويشتمل المستثمرون المؤسسون على صناديق الاستثمار Funds Mutual، صناديق التقاعد Funds Pension، شركات التأمين Insurance Companies، مؤسسات مالية، شركات أعمال، بنوك،..... الخ.

بالإضافة إلى السوق الرسمية أي السوق الثانوية هناك أسواق أخرى غير رسمية لعل أهمها السوق الثالثة و الرابعة. وتمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت السمسرة ومن غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. وتنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العمولات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى. و الشكل البياني التالي يلخص التقسيمات الخاصة بالسوق المالية :

¹⁵ - تمثل أحد الأدوات المالية الحديثة التي يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، كما يستخدمها المضاربون بهدف تحقيق أرباح رأسمالية.

الشكل رقم 2 : تقسيمات السوق المالية



المصدر : محمود محمد الداغر، الأسواق المالية دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، الطبعة الأولى 2005 ص 45.

بالإضافة إلى الموارد خارجية Ressources externes هناك مصادر تمويل أخرى تلجأ إليها المؤسسات :

3- مصادر أخرى : توجد العديد من المصادر الأخرى مثل:

3-1- التمويل الذاتي: هو عبارة عن مفهوم يبين القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها، ويتكون التمويل الذاتي من الأرباح الغير موزعة واستثمار الفائض من الأرباح والاهتلاكات السنوية للأصول ومؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل، بالإضافة إلى رأس المال العامل وإيرادات التنازل عن بعض الأصول.

فالأرباح السنوية الغير موزعة على المساهمين أصبح للمسيرين حرية التصرف فيها، والاهتلاكات السنوية تمثل ما خصص من قيم مالية لتجديد الأصول الإنتاجية وهي تختلف عن باقي الأعباء التي طرحت للوصول إلى النتيجة في كونها خروجاً غير حقيقي وإنما تخصيصاً داخلياً، أما مؤونات الخسائر والأعباء طويلة الأجل فتمثل تخصيصاً لقيم مالية عندما يوجد شك في دفع مصاريف في الأجل الطويل خلال فترة انتظار تحقق هذه المصاريف تستطيع المؤسسة توظيف هذه المؤونة كمورد مالي طويل الأجل. ويحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقاتين التاليتين :

إجمالي التمويل الذاتي = نتيجة غير موزعة + الإهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل

صافي التمويل الذاتي = النتيجة الصافية+ الإهتلاكات + مؤونات الخسائر و الأعباء طويلة الأجل

3-2- القرض التجاري: crédit bail ou leasing

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها البنك، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات إما أن تطلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتفق بشأنها مجدداً، وتستفيد بالتالي لفترة أخرى من حق استعمال هذا الأصل دون أن تكتسب ملكيته، وإما أن تشتري نهائياً هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد، وفي هذه الحالة تنتقل الملكية القانونية للأصل إلى المؤسسة المستأجرة إضافة إلى حق الاستعمال.

والخيار الأخير أن تمتنع عن تجديد العقد وتمتنع أيضاً عن شراء الأصل وتنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما، وتقوم بإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

ومقابل هذا التسهيل يفترض أن مجموع الأقساط المدفوعة يفوق ثمن الاستثمار باستعمال هذه الطريقة سوف تكون أكبر، مقابل الاستفادة من الدفع الجزأ أو المؤجل.

المطلب الثاني : وظائف السوق المالية و عمليات الإصدار

تؤدي بورصة الأوراق المالية وظائف على قدر كبير من الأهمية في أسواق رأس المال وفي الاقتصاد القومي ككل، خاصة مع الانتشار السريع لظاهرة العولمة والتطورات الكبيرة التي شهدتها الأسواق المالية وتعميم المفاهيم المتعلقة بالانفتاح الاقتصادي ظهر دور رأس المال بشكل جلي كعنصر جوهري وفعال تتمحور حوله كافة مفاهيم العولمة والانفتاح الاقتصادي.

1- وظائف البورصة : ويمكن أن نذكر العديد من الفوائد التي يحققها أي اقتصاد دولة بسبب إنشاء سوق مالية كفؤة¹⁶:

- ✓ تؤمن البورصة سوق مستمرة Continuous Market لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي يوفر للمستثمر درجة عالية من السيولة Liquidity. وتعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر ببيع الأوراق المالية فوراً وبأسعار لا تختلف إلا قليلاً عن أسعار البيع السابقة. تشجع ميزة السيولة المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية إما من السوق الأولي أو من السوق الثانوي.
- ✓ يشجع وجود البورصة بنوك الاستثمار على ضمان الإصدارات من الأوراق المالية معرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود سوق ثانية After-Market. إن وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولي أكثر قابلية للتسويق Marketability، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات.
- ✓ استخدام مؤشرات حالة السوق كأداة للتنبؤ بالوضع الاقتصادي وبالتالي تهيئة القرارات الاقتصادية اللازمة للتخفيف من حدة الأزمات الاقتصادية والمالية¹⁷.
- ✓ تمثل البورصة سلطة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة السياسات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية والتسويقية للشركات التي أدرجت أوراقها المالية فيها. وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق. أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة، فإن نتائج أعمالها لا تكون مرضية، لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.
- ✓ تلزم قوانين أسواق رأس المال شركات المساهمة بالإفصاح Disclosure عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.
- ✓ تراقب إدارات أسواق رأس المال عمليات التداول في ردهات البورصة أو على شاشات الكمبيوتر لضمان التداول العادل في السوق والحيلولة دون حدوث أي تلاعب في الأسعار، طبعاً بهدف حماية المستثمرين وخاصة الصغار منهم.

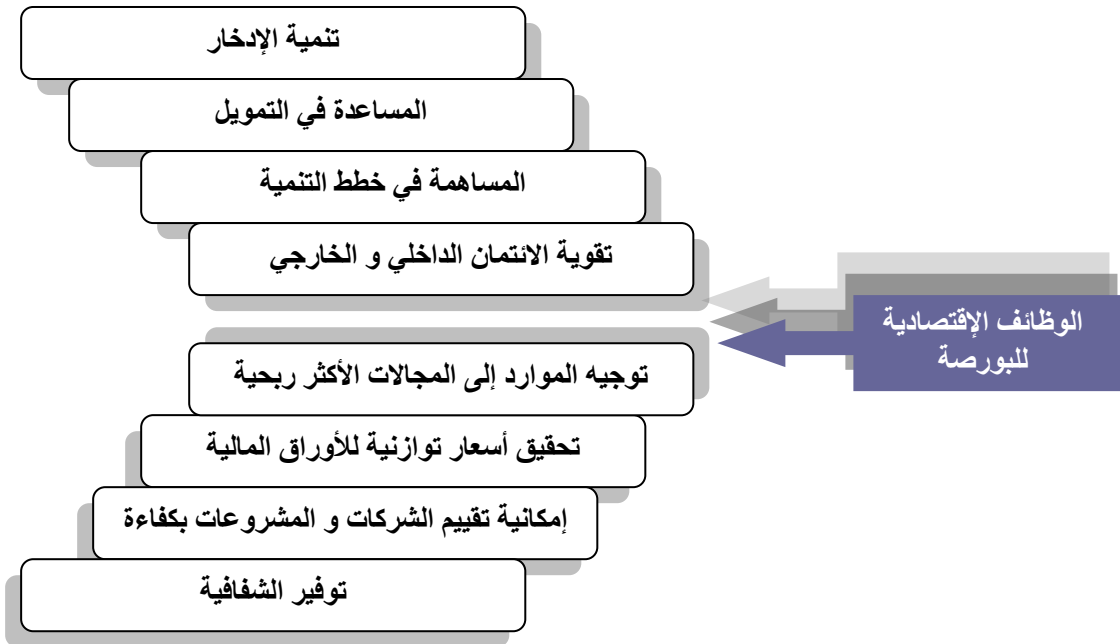
¹⁶ - www.kantakji.org/fiqh/markets.htm Site Internet précédent.

¹⁷ - رستمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع عمان الأردن، الطبعة الأولى . 2005، ص 11

- ✓ حماية المدخرات الوطنية من قناضي الفرص المحلية أو حتى هروبها نحو الخارج.
- ✓ استقطاب رؤوس الأموال المجاورة الأجنبية إضافة لتلك المحلية.
- ✓ توفير إمكانية الاستثمار في المشاريع الكبيرة والأساسية لعملية التنمية وبالتالي تشغيل أكبر عدد من اليد العاملة المحلية.

ويمكن حصر هذه الوظائف في الشكل التالي:

الشكل (3) : الوظائف الاقتصادية للسوق المالية



المصدر: مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سورية دمشق، الطبعة الأولى 2009 ، ص 27.

و لكي تؤدي بورصة الأوراق المالية هذه الوظائف بفعالية يجب أن تتوفر فيها بعض الشروط حتى تكون بورصة رسمية و فعالة.

1-1- شروط إقامة بورصة فعالة: من أجل إقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لابد من توافر الشروط التالية¹⁸ :

أولاً: وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.

ثانياً: سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون البورصة مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

¹⁸ - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 2002 ، ص 41.

ثالثا: وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، وذلك من خلال الأمور التالية :

- ✘ وجود عدد كاف من المتعاملين فيها بما يضمن الاستمرارية فيها من ناحية والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع من التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.
- ✘ وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها.
- ✘ إجراء عمليات كثيرة ومتكررة.
- ✘ تعدد الأوراق المالية المطروحة والتداول عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة وزيادة المتعاملين فيها.
- ✘ ولا بد أن تتميز بالتنظيم، ففي غياب التنظيم تكون هناك معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل منها : مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، مشكلة الرقابة والإفصاح المالي¹⁹ عن الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، مشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة المالية محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى.

رابعا: وجود مؤسسات متخصصة في مجال البورصة والتعاملات الخاصة بها مثل بيوت الإصدار والسماسة، حيث تقوم هذه المؤسسات بما يلي :

- ✘ تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم.
- ✘ استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم، حيث أن ما لديهم من أموال قد لا يكفي لتكوين محفظة أوراق مالية (Portfolio)²⁰، أو أن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.
- ✘ تسهيل وتسريع عمليات التداول فيها.
- ✘ إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات كبيرة.

خامسا: أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي يجري التعامل فيها وعن المراكز المالية المصدرة لتلك الأوراق وإمكانية استيعاب هذه المعلومات.

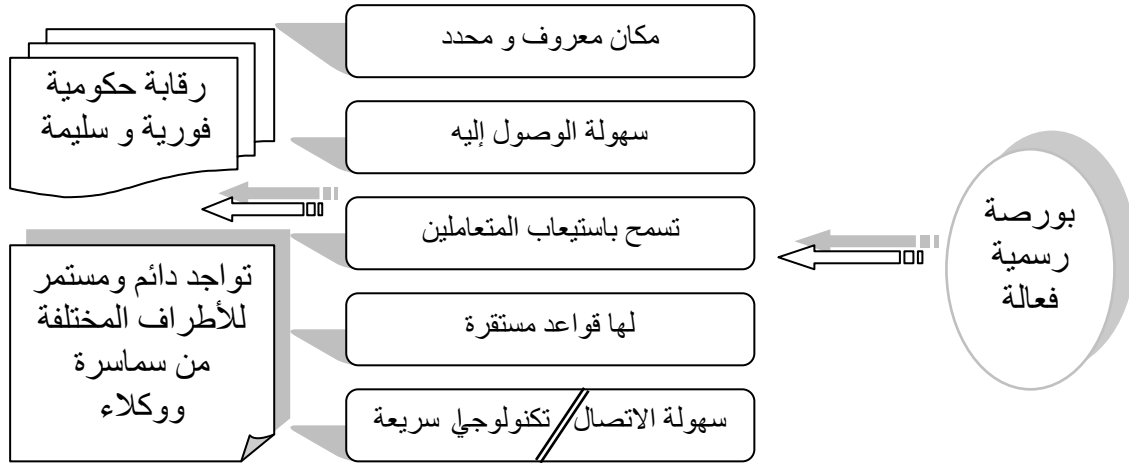
سادسا: وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات، ومحاسبة الخارجين عن ذلك الإطار.

سابعا: النمطية، وذلك يجعل جميع العقود و المعاملات في السوق بنمط محدد (standardization). ويمكن معرفة هذه المواصفات من خلال الشكل التالي :

¹⁹ - الإفصاح المالي هو توفر معلومات دقيقة و كافية لإبراز وضعية الشركة المالي و إيصالها للمتعاملين لاتخاذ قرارات الاستثمار في أسهم الشركة المعنية.

²⁰ - اخفظة المالية: هي مجموعة من الأصول تتضمن أنواع مختلفة من الأوراق المالية.

الشكل (4): شروط إقامة بورصة فعالة



المصدر: مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سورية دمشق، الطبعة الأولى 2009 ، ص.38

2- عمليات الإصدار : تتمثل عمليات الإصدار في جانبين أساسيين هما، إصدار الأسهم من قبل الشركات التي ترغب في جمع رؤوس الأموال أو في رفع رأس مالها، وإصدار السندات وغيرها من الأدوات المالية من قبل مؤسسات الدولة والجماعات المحلية والمؤسسات المالية وغيرها، كل ذلك من أجل جمع رؤوس الأموال لأغراض تمويلية مختلفة، و عملية الإصدار لأي شركة مسجلة في البورصة تمر بمرحلتين²¹ :

2-1- مرحلة الإصدار في السوق الأولى : حيث تقوم الهيئة المصدرة للأوراق المالية باختيار الورقة أو الأوراق التي تراها مناسبة، كما تختار الوقت مناسب لذلك وتتهيئ الظروف التي من شأنها أن تساعد على إنجاز عملية الإصدار. و عليه إذا ما اختارت الأسهم كوسيلة لزيادة رأس مالها سواء بإدخال مساهمين جدد أو بيع أسهم جديدة لحملة الأسهم القدامى تكون المؤسسة قد قررت رفع رأسمالها الخاص أما إذا اختارت السندات كوسيلة للتمويل فتكون قد قررت زيادة ديونها طويلة الأجل، هذه المرحلة تعتبر قصيرة مقارنة بحياة الشركة.

2-2- مرحلة التداول : تبدأ مباشرة بعد عملية الإصدار ولكن تتم في السوق الثانوية أو البورصة، والهدف من هاته المرحلة هو توفير السيولة اللازمة للأدوات المالية المصدرة، فإذا احتاج صاحب الورقة المالية لأمواله كي يستثمرها في استثمارات أخرى فانه يبيع ما يملكه ويشترى أوراق مالية أخرى داخل صالة البورصة أو عن طريق وسائل الاتصال الحديثة وذلك من أجل تسهيل عملية الاكتتاب في الأوراق المالية.

2-3- نظم تداول الأوراق المالية : هناك نظامان رئيسيان لتداول الأوراق المالية في البورصة

2-3-1- نظام المزاد العلني: Auction system

و هو النظام الذي يعطي الأولوية لأقل سعر للبيع ولأعلى سعر للشراء، ويتم التزايد في السعر وفق مدة محددة، و هو النظام المتبع في أغلب بورصات الأوراق المالية العالمية.

²¹- جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر 2002 ، ص 13.

2-3-2- نظام التفاوض و المساومة : Negotiation and Bargaining System

هذا النظام يقوم على التفاوض والمساومة بين المتعاملين على الأسعار، فإذا تم الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة وهو النظام المعمول به في بورصة لندن للأوراق المالية.

3-آليات الإصدار : تحتف آليات الإصدار من ورقة مالية إلى أخرى ومن شركة إلى أخرى وعلى حسب القوانين والتشريعات التي تحكم كل بورصة المراد إدراج الأوراق المالية فيها، كما أن هذه التشريعات تختلف من دولة إلى أخرى على حسب التنظيمات المتبعة من قبل كل دولة. وسنعطي مثال عن إصدار الأوراق المالية في الولايات المتحدة باعتبار أن الأخصائيين الماليين يجمعون على أنها سوق في غاية التنظيم.²²

3-1- آلية إصدار الأسهم : يتم عرض و تقديم أسهم الشركات المسجلة في البورصة الرسمية لعامة الناس، إما في لحظة دخولها البورصة أو بمناسبة زيادة رأسمال الشركة. بمعنى طرح أولي أو ثانوي، فتقدم الشركة المعنية طلب تسجيل أسهمها في السجلات الرسمية وتنتظر موافقة الإدارة المتخصصة بهذه الشؤون في البورصة والتي تقوم بوضع تأشيرة الدخول للملف المعد من قبل الشركة، والذي يتضمن عقد التأسيس و تركيبة مجلس الإدارة وقائمة بأسماء المساهمين، كما توصف أنشطة وفعاليات الشركة وكذلك المعلومات الضرورية عن الفروع التابعة لها والحسابات المصرفية والمالية وأخيرا سعر البدء أو الدخول.

بعد هذه العملية تقدم الإدارة المسئولة على رفض أو قبول عدد من الشروط، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر : (على الشركة المتقدمة بطلبها أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنوات الثلاثة الماضية وأن تقدم عرضا لوضعها المالي بدقة، وأن تخضع نسبة معينة من الأسهم المصدرة لعموم الجمهور... الخ)، وبالإضافة إلى الشروط الأساسية فقد وضعت بورصة نيويورك ثلاث شروط أخرى مكتملة هي :

☑ أن يكون للمؤسسة مكانة على المستوى القومي.

☑ أن يكون لها مكانة جيدة ومستقرة داخل الصناعة التي تنتمي إليها.

☑ أن تنتمي المؤسسة إلى صناعة لها فرصة للتوسع والنمو، أو لها فرصة في المحافظة على مركزها في

السوق. هذا وإذا ما اتضح بعد فترة من تسجيل الشركة بالبورصة أن أسعار أسهمها تنخفض فيجوز لإدارة البورصة إلغاء التسجيل.

وفي العادة يكون السعر الأولي أكبر من سعر العرض وذلك بسبب الإعجاب الكبير للمستثمرين الأوليين. بهذه الشركة الجديدة.

وتتطلب عملية رفع أو زيادة رأس المال الشركة ما مسجلة في البورصة رسميا موافقة الإدارة المعنية بالأمر

إلى المبلغ المطلوب تحصيله من الناس وإلى عدد الأسهم الجديدة المطروحة وبالنتيجة تشير إلى سعر إصدار السهم²³، ويتحدد هذا الأخير عادة بأقل من السعر الجاري في البورصة بهدف جذب المكتسبين إلا أنه لا يمكن

²² - و سام ملاك : البورصات و الأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية و مالية- الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني/ مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى 2003 ، ص 13.

²³ - للمزيد من التفصيل في ما يخص سعر بيع الإصدار الأولي ارجع إلى الصفحة 3-5.

أن يكون اقل من القيمة الاسمية للسهم. وفي الحقيقة يتمتع حاملوا الأسهم القديمة بميزة الأولوية في الاكتاب على الأسهم الجديدة ويتوجب على المكتتبين الجدد شراء هذه الحقوق ليتمكنوا من المساهمة في الإصدار²⁴.

3-2- آلية إصدار السندات : يتم في العادة توظيف الأموال في شراء السندات عن طريق دعوة الادخار

الخاص لشراء ما يقدر بربع الإصدار وباقي النسبة للمؤسسات والشركات الكبرى، وعلى الأغلب تقوم مؤسسات التأمين وصناديق التقاعد والإيداعات بتوظيف أموالها في شراء هذه السندات. ويتم متابعة سعر السند بشكل يومي حتى تعرف الشركة المالكة للسند وضعها المالي²⁵.

وعادة لا يحدد القانون حدا أدنى أو أقصى لقيمة القرض بسندات، كذلك لا توجد قواعد تشير إلى التقييد بنسبة معينة بين المبلغ المصدر ورأس المال، وللحصول على قيمة القرض يقتضي ضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار، أما سعر الإصدار فهو يمثل الثمن المدفوع للشركة من قبل المكتتب وفي هذا السياق نشير إلى حالات عدة²⁶:

☞ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية أو الوجهية للسندات *valeur nominale ou faciale* و عندها يعرف الإصدار بالتعادي *Au pair*.

☞ سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية للسند، ففي هذه الحالة يتحقق الإصدار دون السعر الاسمي و

الفارق بين القيمة الاسمية و سعر الإصدار يشكل ما يعرف بـ : علاوة الإصدار *Prime d'émission*

☞ سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية و لكن التسديد يحصل بمعدلات أعلى من هذه القيمة و عندها يجري

الحديث عن علاوة التسديد *Prime de remboursement*

☞ سعر الإصدار هو أدنى من السعر الاسمي لكن إمكانية التسديد تكون بسعر أعلى من السعر الاسمي و عندها

يحصل الإصدار بـ : علاوة مزدوجة *Double prime*

لكن ما هي الأسباب التي تدفع المشروعات إلى دفع هذه العلاوات؟

في الحقيقة تمثل العلاوات المشار إليها تصحيحا للإصدار بما يتوافق مع وضع السوق في موعد الإصدار (عند

إصدار القرض) فبعد قيام المشروع بتحديد معدل الفائدة وتوقع العبء المالي الناشئ عن القرض فان شروط

القرض قد تتطور والقرض الذي افترض أساسا أنه مغر قد يخسر هذه الإيجابيات، لأن معدلات السوق تكون

مرتفعة عند الإصدار ولكي لا يغرم المكتتب ويعرض الإصدار للفشل يقدم للمستثمر مقابل (بدل) بعلاوة

الإصدار أو بعلاوة التسديد.

²⁴ - محمد آدم، المقال : أسواق الأوراق المالية و اقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد 59 على الموقع الالكتروني www.annabaa.org بتاريخ 08 أوت

2005.

²⁵ - محمد آدم : مرجع سبق ذكره ، تابع للموقع الالكتروني www.anabaaa.org

²⁶ - و سام ملاك : الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص 250.

3-3- خطوات طرح الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

عند اتخاذ قرار تعويم الشركة تقوم الشركة بتحديد رأس المال المطلوب والتفاوض مع أحد بنوك الاستثمار لتحديد سعر الطرح ومن الطبيعي أن تختار الشركة بنك استثمار له سمعة جيدة وخبرة طويلة في هذا المجال تجنباً لفشل عملية التعويم أو الحصول على سعر غير مناسب. ومن أشهر بنوك الاستثمار هناك مرجان ستانلي (Morgan Stanley)، سلمن بروذرز (Salamon Brothers) فيرست بوستن (First Boston)، ميريل لنش (Merrill Lynch) جولدمان ساكس (Goldman Sachs) وغيرهم. ومن المعروف أن معظم عمليات التعويم تتم بضمان من بنك الاستثمار الذي يسمى في هذه الحالة *Underwriter* والذي يضمن إنجاح العملية والدفع مقدماً للشركة الراغبة في التعويم وهذا ما يجعل سعر التعويم في الغالب أقل من السعر الذي يستقر عليه السهم عند طرحه في السوق وبواسطة طريقة التعويم بضمان بنك الاستثمار نجد أن الشركة الراغبة في التعويم تود أن تضمن سعراً معيناً بصورة مسبقة دون المخاطرة، ونجد أن بنك الاستثمار يود أن تذهب أتعابه أدرج الرياح في حالة فشل العملية فتجده يضطر لبيع الأسهم بسعر معقول.²⁷

بعد الاتفاق على سعر معين تقوم الشركة بالتسجيل لدى هيئة الأسواق و الأوراق المالية (SEC) (Securities & Exchange Commission) وهي الهيئة المسؤولة عن حركة تنظيم طرح الأسهم و تداولها في الأسواق الأمريكية و متبعة أداء الأسواق و منع محاولات التلاعب في الأسعار. و تتم عملية التسجيل هذه بتعبئة نموذج التسجيل S-1 و الذي يتضمن وثيقة هامة تعرف باسم Prospectus على الشركة الراغبة في طرح أسهمها بتعبئتها، والتي تذكر فيها معلومات كاملة عن طبيعة عمل الشركة والأشخاص الذين يديرونها إلى جانب مدى ربحيتها في الماضي ونمو مبيعاتها وطبيعة المنافسة التي تواجهها الشركة وحدتها و ما إلى ذلك من معلومات تعين المستثمر في اتخاذ القرار المناسب. وهذه الوثيقة ليست وثيقة دعائية أو تسويقية حيث أن ما يذكر فيها من حقائق وأرقام يعتبر سلاحاً قانونياً للمستثمر فيما لو كانت هناك معلومات خاطئة أو زائفة لذا فإن الشركات تحرص على إعدادها بشكل صحيح و صريح. ومن النقاط الواجب الانتباه إليها عند قراءة وثيقة الطرح معرفة أهداف الشركة من الطرح ونسبة أسهم الملاك المطروحة للاكتتاب حيث إن تبين أن عدداً كبيراً من الأسهم المطروحة هي ملك للمؤسسين فقد لا يكون ذلك مشجعاً.

و بعد الحصول على موافقة هيئة الأسواق تبدأ الشركة بمرحلة الاستعراض (Road show) حيث يقوم المسئولون بزيارة عدد من المدن والالتقاء بكبار المستثمرين والبنوك لإطلاعهم على خطط الشركة وذلك لكسب تأييدهم وبالتالي شرائهم الأسهم المطروحة. ويمنع النظام من قيام الشركة بالتحدث عن أي تطورات أو وعود خاصة بمستقبل الشركة عدا ما تم ذكره في وثيقة الاكتتاب وذلك من تاريخ التسجيل إلى ما بعد 25 يوم من بداية تداول الأسهم، وتسمى هذه الفترة بفترة الهدوء (Quiet Period). بعد ذلك يقوم بنك الاستثمار

²⁷- فهد عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

بدفع رأس المال المتفق عليه للشركة ويقوم هو بدوره ببيع ما لديه من أسهم ولكن عملية البيع هذه قد لا تتم بسهولة نظرا لصعوبة تسويق الأسهم فيقوم بنك الاستثمار غالبا بالاستفادة من خدمات بنوك الاستثمار وسماسة آخريين في عملية التسويق تجنباً لخطورة الفشل²⁸.

ويسمح النظام لبنك الاستثمار المتولي لعملية الطرح أن يبيع و يشتري مسبقا (شورت)²⁹. وذلك في الأيام الأولى من بداية التداول ليتمكن من جعل السعر يستقر ولا يتذبذب بشدة.

بعد دراسة آليات الإصدار فان أي شركة تحاول اختيار الأوراق المالية أو المزج التمويلي الذي يخفض من تكاليف المؤسسة باعتبار أن تكاليف التمويل تختلف من ورقة مالية إلى أخرى كما أن قلة الوسطاء يقلص من تكاليف التمويل ويتوفر هذا على مستوى السوق المالي أكثر منه من السوق النقدي.

وفي المطلب الثالث سنناقش الاختلافات الجوهرية بين الأسهم والسندات التي تعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على قرار اختيار مصدر التمويل باعتبار أن الاستثمار في الأسهم هو أكثر خطرا من الاستثمار في السندات ومدى تأثير ذلك على استقرار السوق المالي.

²⁸- فهد عبد الله الحوماني، مرجع سبق ذكره، ص 87.

²⁹ - سنتناول البيع على المكشوف بتفصيل أكثر في الفصل الثاني ص 121-124

المطلب الثالث : قرار اختيار مصدر تمويل طويل الأجل

لاختيار مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات فإنها تأخذ بعين الاعتبار مجموعة من العوامل للوقوع في القرار السليم³⁰ ومن بين أهم هذه العوامل التي تؤثر على قرار اختيار مصدر التمويل المناسب الاختلافات الجوهرية بين الأسهم والسندات، وقبل المقارنة بين هاذين البديلين نذكر خصائص كل منهما :

1- خصائص الأسهم و السندات

1-1- خصائص الأسهم

- ✓ تعطي الأسهم لأصحابها حق المشاركة في اتخاذ قرارات الشركة المصدرة.
- ✓ إن الشركة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات لحملة الأسهم.
- ✓ تمثل الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها فهي بذلك غير محدودة العمر ولا الأرباح.
- ✓ إصدار المزيد من الأسهم يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو الأمر الذي يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية للشركة.
- ✓ ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، لأن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عادة يكون مرتفع لارتفاع المخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. إضافة إلى أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثمة لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية.
- ✓ إصدار أسهم جديدة يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، ويمكن التغلب على هذا العيب بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة.
- ✓ للسهم العادي عدة قيم منها، القيمة الاسمية : وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم وهي محددة في القانون الأساسي للشركة، كما توجد القيمة الدفترية³¹ (book value) تساوي مجموع قيم الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية ، أما إذا كان هيكل الأموال الخاصة يحتوي على أسهم ممتازة فيجب طرح قيمتها من مجموع الأموال العادية وذلك للوصول إلى القيمة الدفترية للسهم العادي.
- ✓ كما أن للسهم العادي قيمة يباع فيها في البورصة تسمى القيمة السوقية.

³⁰ - إبراهيم كراسنة : إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، يوليو 2005، ص 7.

³¹ - ارجع إلى الصفحة 4 ، 5 .

✓ يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة و عليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة إلى أخرى، كما أنها توزع بعد توزيع الأوراق المالية ذات الدخل الثابت وكذا عوائد الأسهم الممتازة³².

1-1-1- العوائد المرتبطة بإصدار الأسهم

السهم منتج مالي *Produit financier* يتوجه المستثمر إلى شرائه بهدف الادخار أو المضاربة، مع العلم أن التوظيف طويل الأجل هو الذي يميز المساهم المدخر ومهما كانت الأسباب الدافعة للشراء المستثمر فانه يتحمل خطرين³³:

* خطر عدم تقاضيه مداخيل منتظمة، فأرباح الأسهم تحتسب استنادا لنتائج المشروع، وتقرر في جمعية عمومية عادية.

* خطر انخفاض قيمة السهم عند إعادة بيعه.

و بما أن البورصة تساعد على التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية ووسيلة لتفادي التقلبات العنيفة في الأسعار³⁴ فإذا تنبأ المستثمر بأي أزمة سيطبق قاعدة الحذر، فيقبل على شراء السندات باعتبارها توفر دخلا أكيدا وتسديدا معلوما. أما في فترات النمو يفضل المستثمرون شراء الأسهم.

يقوم المستثمر ببناء توقعاته عن طريق حساب القيمة الحالية *Valeur actuelle* من خلال التدفقات المستقبلية لأرباح الأسهم.

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

حيث : C_0 : القيمة الحالية للسهم

D_t : ربح السهم في الفترة t .

I : معدل القيمة الحالية المفترض من قبل المساهم

C_n : قيمة السهم في الوقت n .

وعلى عكس ما هو حاصل في تقدير قيمة السندات، يلاحظ في هذه الحالة أن « i » ليس معدل مردودية، لذلك فإن المستثمر يشترط معدل أعلى من معدل مردودية المرتبط بالاستغلال في حالة الاستثمار في الأسهم. بالإضافة إلى ملاحظة أخرى تتعلق بالصيغة الواردة أعلاه حيث بافتراض أن أجل السهم طويل جدا أي أن n

مرتفعة تصبح قيمة المركب : $\frac{C_n}{(1+i)^n}$ قريبة من الصفر، و عندها تصبح C_0 مساوية للقيمة التالية :

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t}$$

³² - جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، الجزء الثاني، ص 14.

³³ - وسام ملاك : مرجع سبق ذكره، الجزء الأول، ص 176.

³⁴ - مبارك لسوس : التحليل المالي ، تحليل نظري مدعم بأمثلة و تمارين محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى 2004، ص 180.

وعندما يهبط المؤشر البياني للبورصة فهذا يعني أن أسعار القيم التي تكون هذا المؤشر قد هبطت بحد ذاتها. بمعنى آخر تتجه أرباح الأسهم المستقبلية بقيمتها الحالية نحو الانخفاض إذا كان معدل احتساب القيمة مرتفعا وثابتا. والمشروع الذي يقرر زيادة رأس ماله قد لا يتمكن من بلوغ مبتغاه، أي قد لا يكتب بكامل الأسهم المعروضة على الجمهور لأن المستثمرين يقدرون أن الخطر الذي قد يطاول الأرباح المستقبلية للأسهم هو على درجة هامة من الارتفاع.³⁵

1-2- خصائص السندات : فيمكن إجمالها فيما يلي³⁶ :

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية.
 - لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.
 - يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة سواء حققت الشركة ربحا أو خسارة.
 - تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها.
 - تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.
- ومن الجدول التالي يمكن إبراز أوجه الاختلاف بين الأسهم و السندات:

الجدول رقم (1) : أوجه الاختلاف بين الأسهم و السندات

معيار المقارنة	السندات	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق	أداة مشاركة برأس المال الشركة
مستوى الدخل	ثبات الدخل و استمراريته	يخضع لقرار و سياسة توزيع الأرباح
الأجل	لها تاريخ استحقاق محدد	ليس له تاريخ استحقاق محدد
الإدارة	ليس لحملتها المشاركة بقرارات الإدارة	حق المشاركة و التصويت و الانتخاب
المخاطر	مخاطر التآكل لأصل المبلغ و فائدته	مخاطر متعلقة بالسوق و بالشركة
القيمة الاسمية	تصدر بقيمة اسمية مختلفة الفئات	تحدد القيمة الاسمية وفق قانون الشركات.
قابلية التحويل	يمكن أن يكون قابل للتحويل إلى أسهم	لا يمكن أن تكتسب هذه الخاصية

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية في إطار التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2010م، ص 254.

1-3- اختيار البديل التمويلي : إلى جانب ما تقدم فإن المساهمين القدامى لن يوافقوا على أسلوب معين للتمويل (إصدار أسهم أو سندات) إلا إذا كان هذا الأسلوب يضمن لهم مصالحهم، أو على الأقل لا يلحق

³⁵ - وسام ملاك : مرجع سبق ذكره، الجزء الأول، ص 178.

³⁶ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

بهم أضرار مالية. وهكذا فإن المقارنة بين معدل الفائدة على السندات ومعدل الإيرادات على الاستثمارات تعتبر من أهم العوامل التي يتوجب على الشركة مراعاتها عند اختيارها للأسلوب لتمويل استثماراتها، فمعدل الفائدة يمثل النفقة التي تتحملها الشركة عندما تقوم بتمويل استثماراتها عن طريق إصدار السندات، أما معدل الإيرادات فيمثل الإيرادات الإجمالية التي تحصل عليها الشركة من هذه الاستثمارات، لذلك فإن موافقة المساهمين القدامى على أسلوب التمويل المقترح وكذلك إمكانية بيع السندات في الأسواق المالية سوف تتوقف على العلاقة بين معدل الإيراد المتوقع ومعدل الفائدة على السندات المصدرة. ولا بد أن يكون سعر الفائدة الذي تقدمه للمكتسبين مساويا لسعر الفائدة في السوق النقدي كحد أدنى، أو أعلى منه قليلا بهدف تشجيع الأفراد على الاكتتاب بهذه السندات، وعلى أساس هذه العلاقات يمكن التوصل إلى النتائج التالية³⁷:

✓ كلما كان معدل الإيراد المتوقع على الاستثمارات أكبر من سعر الفائدة على السندات كلما كان اللجوء إلى إصدار السندات أفضل، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة إيرادات السهم وتقليل التكاليف في الشركة.

✓ عندما يكون معدل الإيراد مساويا لسعر الفائدة فإن توزيع المبلغ المطلوب استثماره بين أسهم وسندات وبأي نسبة لا يؤثر على إيرادات السهم في الشركة.

✓ عندما يكون معدل الإيراد أقل من سعر الفائدة فإن اللجوء إلى إصدار السندات سيؤدي إلى إلحاق الخسارة بشكل عام بالمساهمين، لأن إيراداتهم سوف تكون أقل من إيرادات السندات (قد تكون الشركة مضطرة إلى قبول مثل هذا الوضع عندما تتوقع ارتفاع الإيرادات مستقبلا).

2- معايير تقييم الأسهم : من أشهر المعايير المستخدمة في تقييم الأسهم نذكر:

1-2- عائد السهم : Earning Per Share (EPS)

و يستخدم هذا المؤشر للتعرف على ربحية السهم، أي الإيراد أو العائد السنوي للسهم، ويحتسب هذا المؤشر كالتالي³⁸:

$$EPS = (\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم}) \div \text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}$$

وسيميل المستثمر عادة إلى شراء السهم ذات العائد الأعلى و يتعد عن الأسهم ذات الربحية المنخفضة، و هذا هو حال المستثمر المتحفظ.

2-2- حصة السهم العادي من التوزيعات : Dividends Per Share (DPS)

³⁷ - مروان عطون : السواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، أدوات و آلية نشاط البورصا ت في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الثانية 2003، صفحة 91/90.

³⁸ - طلال كداوي: تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2008م، ص 87.

و يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستلمة فعلا من السهم الواحد، إذ يحصل أن يترتب للسهم عائد معيناً يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الآخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة، ويحسب هذا المؤشر كالاتي³⁹:

$$DPS = (\text{الأرباح المعلن عن توزيعها} - \text{توزيعات الأسهم}) \div \text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة}$$

2-3- مردود السهم العادي : Yield Per Share (YPS)

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في الاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$YPS = DPS \div \text{السعر السوقي}$$

وعادة ما يقارن المردود مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه ذو جدوى. أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه يصبح من الأفضل الابتعاد عن هذه الأسهم. والبحث عن أسهم مردودها أعلى من سعر الفائدة.

2-4- مضاعف سعر السهم العادي : Price Earning Ratio (PER)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، مما يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، و عادة توجد نسبة معيارية للسوق، وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح، ويحسب المضاعف وفق الصيغة التالية:

$$PER = \text{السعر السوقي} \div EPS$$

أو

$$PER = \text{السعر السوقي} \div DPS$$

2-5- معدل دوران السهم العادي: Share Turnover (ST)

يقيس هذا المؤشر مدى الإقبال على السهم في السوق المالي معبراً عنه بكمية السهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم و يحسب هذا المؤشر كالتالي:

$$ST = \text{عدد الأسهم المتداولة من نوع معين} \div \text{عدد الأسهم المسجلة من نفس النوع}$$

لنفترض أن إحدى شركات المساهمة المسجلة في السوق المالي قامت بنشر البيانات التالية:

* حقوق المساهمين العاديين : 10 مليون سهم عادي بقسمة اسمية 10 مليون دينار

³⁹ - طلال كداوي: مرجع سابق، ص 87.

احتياطات ← 3 مليون دينار

أرباح محتجزة ← 2 مليون دينار

* صافي الربح بعد الضريبة : 2.4 مليون دينار، وقد وافقت الجمعية العمومية على توزيع 1.5 مليون دينار منها 0.5 مليون دينار لحملة الأسهم الممتازة.

* من خلال النشرة الأسبوعية للسوق المالية كان سعر سهم الشركة في بداية عام 2010، 5 دنانير، بينما بلغ السعر السوق 8 دنانير في نهاية السنة. وقد بلغ عدد الأسهم المتداولة من أسهم الشركة في السوق المالي خلال سنة 2010 (20) مليون.

* عدد الأسهم الممتازة في رأس مال الشركة في نهاية سنة 2010 مليون سهم بقيمة اسمية 50 دينار للسهم الواحد.

* عدد الأسهم العادية في رأسمال الشركة في 1 جانفي 2010، 9 مليون سهم وقد أصدرت الشركة مليون سهم بتاريخ 1 جويلية 2010 لزيادة رأس المال.

من خلال هذه المعطيات يمكن حساب المؤشرات السابقة كما يلي :

$$\text{دينار} \quad 0.2 = \frac{1.9}{5.0 + 4.5} = \frac{0.5 - 2.4}{\left(\frac{6}{12} \times 10\right) + \left(\frac{6}{12} \times 9\right)} = EPS$$

$$0.1 = \frac{0.5 - 1.5}{10.0} = DPS \quad \text{دينار للسهم الواحد}$$

$$12.5\% = \frac{0.1}{8} = YPS$$

$$40 \text{ مرة} = \frac{8}{0.2} = PER$$

$$2 \text{ مرة} = \frac{20}{10} = ST$$

3- معايير تقييم السندات : تختلف المعايير المعتمدة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم

لاختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية من جهة و من جهة ثانية نجد أن عوائد السهم تتوقف على سياسة توزيع الأرباح، بينما عوائد السندات لا تعتمد بشكل مباشر على نتيجة أعمال الشركة.

و سنستعرض أدناه عدد من المعايير المعتمدة في تقييم السندات⁴⁰ :

3-1- كوبون السند : Bond Coupon (BC)

⁴⁰ - طلال كداوي: مرجع سابق، ص 95.

و يعبر عن الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من السند فمثلا إذا اشترى مستثمرا سندا قيمته الاسمية 1000 دينار بمعدل فائدة 10 % ، فهذا يعني أن الكوبون السنوي للسند يعادله 100 دينار، وقد يسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو نصف سنوي.

3-2- ريع أو مردود السند : Bond Yield (BY)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الأخرى، و ذلك ضمن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، و يقاس ريع السند بعدة صور كالتالي:

☒ المردود أو الربح الاسمي: Nominal Yield (NY)

و يحسب كالتالي:

$$ST = \text{الكوبون السنوي للسند} \div \text{القيمة الاسمية للسند}$$

☒ المردود أو الربح الجاري : Current Yield (CY)

و يحسب كالتالي:

$$ST = \text{الكوبون السنوي للسند} \div \text{القيمة السوقية للسند}$$

3-3- عائد الاحتفاظ بالسند: Holding Period Return

يعبر هذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) و التقلب الحاصل في سعر السند السوقي، لهذا فإن المؤشر يحسب وفق الصيغة التالية:

$$HPR = \text{القيمة الإجمالية للدخل من جميع المصادر} \div \text{سعر شراء السند}$$

فعلى سبيل المثال لو اشترى مستثمر سند بقيمة 1000 دينار يحمل كوبون 100 دينار سنويا و ذلك في 1 جانفي 2011 و أصبح سعر السند في السوق المالي في 31 ديسمبر 2011 ، 1100 دينار فإن:

$$20\% = \frac{200}{1000} = \frac{100+100}{1000} = HPR$$

ويتضح من تحليل السندات أن العنصر الحاسم الذي يحكم التوجه إليها من عدمه هو سعر الفائدة.

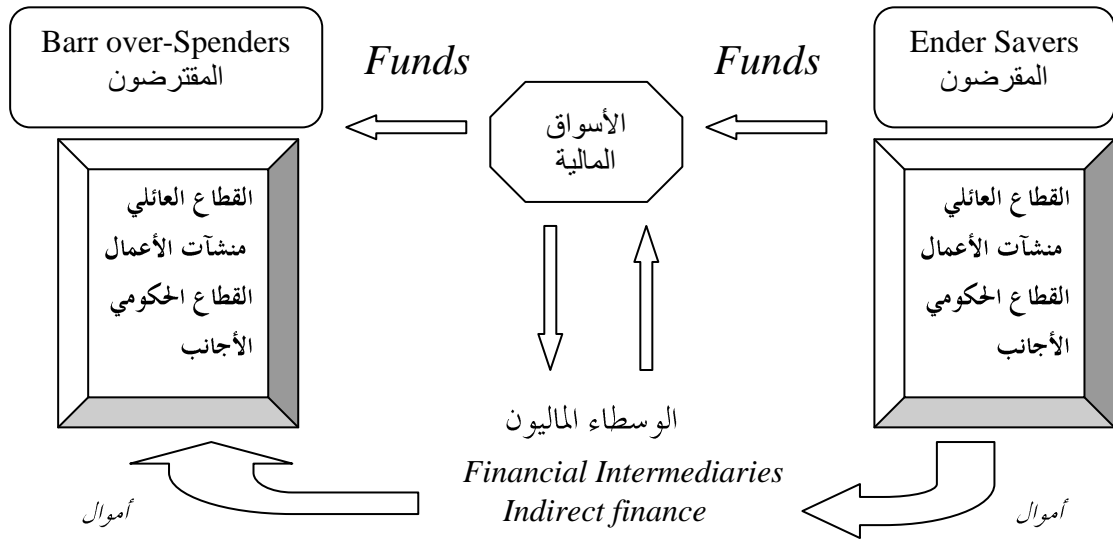
المطلب الرابع : الوسطاء الماليون

بعد اختيار المؤسسة لمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل على أساس الدراسات التنبؤية، تلجأ إلى الوسطاء الماليين *Financial Intermediates* باعتبارهم يملكون الخبرة والكفاءة في مجال التقريب والتوسط بين طائفة المدخرين وطائفة المقترضين، ويعرف هذا الأسلوب بالتمويل الغير مباشر، حيث يقوم الوسيط المالي بدور أساسي بتحويل الأصول المالية الغير مرغوبة بالنسبة لقطاع معين من المدخرين إلى أصول مالية أخرى تكون أكثر تفضيلاً لدى المدخرين، عن طريق الوظائف التي يقوم بها الوسطاء.

1- تعريف الوساطة المالية وأهميتها : الوساطة المالية عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح ووظيفتها الاقتصادية هي تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية وما يترتب عن ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة.

أما الحاجة إلى الوساطة فهي تنبع من واقع تفاوت الأفراد في المعرفة والمهارة والثروة، فهناك الثري الذي لا يعرف كيف ينمي ثروته أو لا يستطيع ذلك بسبب الأعمال والالتزامات وهناك من يملك المهارة والخبرة لكنه لا يملك المال ومنه تنشأ الفرصة للإشباع حاجة الطرفين مقابل ربح أو عمولة متفق عليها وتكون النتيجة تحقيق مصلحة جميع الأطراف⁴¹. ويمكن أن نبين أهمية الوساطة المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (5): التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار



Source: Frederics S.Mishkin ,the Economics of Money, Banking and Financial Markets, Sixth Edition,Addison-Wesley,USA,2001,Page21.

⁴¹ - AL-Swallim Sami Ibrahim Financial Intermediation in an Islamic Economy, Investment Corp Research Centre, Al Rajhi Banking, sur le sit internet www.kantakji.org/fiqh/economics.htm, la date: 16/10/2007.

2- وظائف الوساطة المالية : و تتضمن عملية تحويل الأصول المالية عن طريق الوسطاء الماليين إحدى الوظائف التالية :

2-1- تخفيض الخطر من خلال التنويع : لتفادي المخاطر التي يتعرض لها المستثمر يلجأ الوسيط المالي إلى تنويع أصوله أو تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة وهو الأمر الذي لا يكون متاح للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، وللتنويع أهم ميزة وهي تخفيض التكاليف وتحريك السوق المالي. ويتبنى الوسيط المالي بعض الخطط لتضييق نطاق المخاطر التي يتعرض لها فيقوم بما يلي⁴² :

◀ يقوم بالتركيز على الشركات العريقة والكبيرة والتي تقوم بجمع المؤشرات مثل مؤشر *Dow Jones*.

◀ يقوم بمراجعة الأسهم التي يكون رأس مال شركاتها كبير باستخدام الشاشة التي توضح أسعار الأسهم على الانترنت.

◀ والخطة الأكثر مجازفة هي تتبع أسهم الشركات التي يكون رأس مالها متوسط أو صغير والتي من المحتمل أن يكون نموها أكثر سرعة.

2-2- تخفيض تكاليف المعلومات

لكي يصل المدخر أو المستثمر إلى قرار بشأن شراء أو بيع أصل مالي، فإنه يحتاج إلى معلومات تساعد في صياغة قرار الشراء أو البيع، ويحتاج الحصول على المعلومات إلى تكلفة تتمثل في الحصول عليها من المصدر فضلاً عن تكلفة الفرصة البديلة للوقت المضحي به في سبيل الحصول على المعلومات وتجهيزها، ولاشك أن وجود وسيط مالي لديه إمكانيات وخبرات تحليل الأوراق المالية وتمتعه بظاهرة اقتصاديات الحجم الكبير في مجال تجهيز المعلومات الخاصة بالأصول المالية نتيجة لضخامة أعماله ومن ثمة انخفاض نصيب الوحدة من التكلفة، من شأنه أن يعود بالنفع على كل مدخر ومقترض.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية يجتاز الوسيط امتحان مهنة السمسرة والذي يقوم بإعداده كل من سوق نيويورك للأسهم والجمعية الوطنية لبائعي الأسهم. وهذا الامتحان يتطلب أن يكون الوسيط ملماً بالأسواق المالية وعملها ودور الوسطاء والأنظمة والقوانين الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية الأمريكية. فمن غير المعقول أن يقوم وسيط بإعطاء نصائح مالية للمستثمرين دون أن يكون لديه الخلفية المالية علاوة على النزاهة وحسن التعامل⁴³.

⁴² - إدوارد جيلباتريك : الاستثمار في البورصة، الطبعة العربية الأولى، 2000 ، دار الفاروق للنشر و التوزيع، مصر/القاهرة، ص 39.

⁴³ - فهد عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 92. و للتفصيل أكثر في شروط الوسيط أو السمسار ارجع إلى الصفحة 40 و 41 من هذا الفصل.

2-3- توفير آلية لسداد المدفوعات

تتوافر للوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقدية وتظهر تلك الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات إلى أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات.

و إلى جانب وظيفة تحويل الأصول المالية ثمة وظائف أخرى يقوم بها الوسطاء الماليون أهمها⁴⁴ :

- تبادل الأصول المالية بالنيابة عن العملاء وترتبط تلك الوظيفة بالسماسة وشركات السمسرة.
- تبادل الأصول المالية لحساب الوسيط المالي وترتبط تلك الوظيفة بتجار الأوراق المالية.
- تقديم النصائح المالية والاستثمارية وإدارة محافظ الأوراق المالية للأطراف المشاركة في السوق.
- المساعدة على إنشاء الأصول المالية للعملاء ثم بيعها لأطراف أخرى في السوق.

كما يقوم بتقديم خدمات متعددة، منها إصدار بطاقات ائتمان بمعدل فائدة منافس، والحصول على قروض لشراء المنازل والسيارات وتقديم المشورة المجانية بشأن الضرائب وكيفية تقليصها، إلى جانب الاستثمار في وسائل وآليات أخرى كالسلع والأوراق الآجلة وشراء السندات الحكومية والمؤسسية وتداول الأسهم الأجنبية. بل بدأ بعضهم بتقديم كشوفات حسابات مفصلة و متميزة تمكن العميل من متابعة أداء أسهمه واستثماراته بشكل جيد والقيام بذلك عن طريق الانترنت متى ما أمكن ذلك⁴⁵.

3- أنواع شركات الوساطة

في هذا الصدد يتم التفرقة بين المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية من خلال الحصول على الأرصدة النقدية في مقابل مطالبات في شكل أسهم وسندات ثم يتم استخدام هذه الأرصدة للتعامل في الأصول المالية، وبين المؤسسات المالية التي تحصل على الأموال بوسيلة أخرى غير إصدار الأسهم والسندات ثم تستخدم تلك الأموال أو بعضها للتعامل في أسواق الأوراق المالية.

3-1- المؤسسات التي لا تحصل على أرصدها بناء على إصداراتها المالية

ومن أهمها بنوك الاستثمار وأعضاء البورصة المنظمة :

3-1-1- بنوك الاستثمار : كما شاهدنا في المطلب الأول من هذا الفصل بأن بنوك الاستثمار تعمل أساسا

ضمن إطار السوق الأولية، فهي تساعد الشركات والمؤسسات على ترويج إصداراتها من الأوراق المالية، وتتضمن عملية الترويج ثلاثة عناصر هي⁴⁶ :

- توجيه النصح لمصدر الورقة المالية بشأن نوع الأوراق المالية وتوقيت إصدارها.
- شراء الأوراق المالية من المقترض.

⁴⁴ - عاطف وليم أندراوس : السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة 2005، الإسكندرية، ص 43-44.

⁴⁵ - فهد عبد الله الخويماي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁴⁶ - عاطف وليم اندراوس : مرجع سابق، ص 45.

○ طرح الأوراق المالية للاكتتاب ببيعها للجمهور.

و إذا كان حجم الإصدار كبيرا فقد يشترك أكثر من بنك في عملية تصريف الإصدارات في السوق.

3-1-2- أعضاء البورصة المنظمة : هناك أنواع مختلفة من الأعضاء الذين يعملون بالبورصة، مع العلم أن الحصول على العضوية يكون بعد اجتياز امتحانات معينة وتوفر شروط تحددها الجهات الرقابية، بالإضافة إلى دفع رسوم العضوية، ومن أهم الأعضاء العاملين بالبورصة نذكر⁴⁷:

◀ **السماسرة :** (Brokers) يتوسطون بين الباعة والمشتريين ويسهلون التعامل مقابل عمولة محددة قانونيا، ويمثل السماسرة الجزء الأكبر من أعضاء البورصة وعادة ما يتخذون شكل شركات مساهمة بحد أدنى من رأس المال.

◀ **تجار الأوراق المالية :** (Dealers) هم الذين يشترون الأوراق المالية لحسابهم ثم يعيدون بيعها لتحقيق أرباح من الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وعادة ما يحتفظون بمخزون من الأوراق المالية من أجل إجراء تعديل أي خلل بين عرض و طلب الأوراق المالية لذا يطلق عليهم صناع السوق Market Markers .

◀ **سماسرة الصالة :** Floor brokers هم سماسرة يدفعون رسوم العضوية من أموالهم ولا ينتمون لأية شركة من شركات السمسرة وإنما ينفذون الأوامر في صالة التعامل لمن يطلب منهم، كشركات السمسرة التي يكون لديها ضغوط عمل كبيرة في وقت ذروة نشاط البورصة، لذا يطلق عليهم أحيانا سماسرة السمسرة 'Brokers' brokers مقابل الحصول على جزء من العمولة، ويحدون من حدوث اختناقات في وقت ذروة نشاط البورصة.

◀ **تجار الصالة :** Floor Traders و هم تجار مسجلون بالبورصة و يدفعون رسوم عضوية من أموالهم الخاصة و لكنهم يقومون بالبيع والشراء لحساب أنفسهم وهدفهم اغتنام فرص الربح من الفروق التي تحدث بين أسعار الشراء وأسعار البيع، لذلك يطلق عليهم أحيانا المضاربون Speculators.

◀ **المتخصصون :** Specialists هم أعضاء البورصة الذين يتخصص كل منهم للعمل في ورقة مالية معينة أو عدد محدد من الأوراق المالية، وإذا تخصص أحدهم في ورقة مالية معينة فلا يجوز لغيره أن يتعامل في نفس الورقة، فالمتخصص محتكر للورقة المالية وهو الوحيد الذي يمكنه الاطلاع على الأوامر المحددة⁴⁸ Limit Orders المتعلقة بتلك الورقة، وعادة ما يجمع المتخصصون بين نشاط السمسرة (الوساطة مقابل عمولة) وبين نشاط التجارة (بيع و شراء الأوراق المالية لحسابهم)، ويعمل المتخصصون على استقرار التعامل داخل البورصة، ففي حالة زيادة العرض على الطلب يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح. ووجودهم في السوق ضروري لكونهم يمدون السوق بالسيولة المستمرة بالرغم أنهم يتلقون قسطا من المجازفة مقابل ذلك. ففي حالة اندفاع الناس لشراء الأسهم يجب عليهم مدهم بالأسهم إما من حسابه الخاص إن كان لديه أسهم أو عن طرق البيع المسبق (بيع أسهم الزبائن الآخرين) أو إن أمكنه ذلك فقد يتركهم

47 - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، جامعة عين شمس - الدار الجامعية/القاهرة 1998، ص 9-10.

48 - الأمر المحدد هو ذلك الأمر الذي يحدد فيه الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقا.

يشترون من البائعين الآخرين. وعندما يبدأ الناس بالبيع فعلى صانع السوق الشراء لزيادة مستوى المخزون لديه أو لتغطية بيع مسبق قام به سابقاً⁴⁹.

3-1-3- المستثمرون في أسواق المشتقات المالية⁵⁰ : يندرج هؤلاء المستثمرين سواء كانوا داخل السوق الرسمية أو الغير رسمية تحت الشرائح التالية⁵¹ :

المحتوظون : Hedgers : تم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السعرية و الحادة في الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد Certainly يتفوق على الأوراق المالية الأصلية، و لكن ذلك لا يعني ضمان كامل.

المضاربون : Speculators : تحاول هذه الشريحة المراهنه على تحركات الأسعار المستقبلية من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

المراجحون : و هم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق منخفض الأسعار و تباع في سوق آخر مرتفع الأسعار و تحقق ربح عديم المخاطر، ومعظم عمليات بيع وشراء العملات تدخل ضمن هذه التعاملات، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

3-2- المؤسسات التي تحصل على أرصدها عن طريق الإصدارات المالية

تحصل هذه المؤسسات على أموالها من المدخرين نظير إصدار أسهم، سندات ووثائق استثمار لك ي تقوم باستخدام تلك الأموال في سوق الأوراق المالية، ومن أمثلتها صناديق الاستثمار وشركات التمويل.

3-2-1- صناديق الاستثمار

وتدعى أيضا شركات الاستثمار Investment companies ويمكن تعريفها بأنها شركات للخدمات المالية تقوم ببيع حصص باسمها للجمهور، وتستخدم الأموال التي تحصل عليها لاستغلالها في محافظ استثمارية تسمى صناديق الاستثمار. وتحتوي هذه المحافظ على أوراق مالية متنوعة مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة. وتملك هذه الشركات أموالا ضخمة بسبب تجميعها للمدخرات من آلاف المستثمرين مما يمكنها من تكوين محافظ استثمارية وتحقيق مكاسب التنوع Diversification في هذه المحافظ و ذلك بشراء العديد من الأوراق المالية و بالتالي تخفيض مخاطر الاستثمار⁵².

كما يمكن تعريفها بأنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين واستثمارها في شراء و بيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة

⁴⁹ - فهد عبد الله الخويماي، مرجع سبق ذكره، ص 75.

⁵⁰ - أسواق المشتقات المالية هي تلك الأسواق التي لا تتعامل في الأصول التقليدية مثل الأسهم و السندات و إنما تتعامل في أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أصول و أدوات أخرى.

⁵¹ - محمود محمد الداغر: الأسواق المالية ، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2005، ص 125-126.

⁵² - محمد مطر - فايز تيم : إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى 2005، عمان - الأردن، ص 237.

لمؤسسيها وللمستثمرين وللاقتصاد القومي ككل⁵³. وبناء على ذلك لا يمكن النظر لصندوق الاستثمار على أنه صندوق استثمار بالفعل ما لم تتوافر معه الشروط التالية :

- سبب من أجله أنشئ الصندوق-أو بمعنى آخر : الغرض الذي أنشئ الصندوق من أجله.
- مجموعة متنوعة أو تشكيلة من الأسهم أو السندات أو غيرها من أنواع الأوراق المالية يستثمر الصندوق أمواله فيها.
- مدير أو فريق لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق على أن تكون إدارة محترفة.
- طريقة تمكن كل مستثمر من معرفة قيمة استثماراته، بمعنى التقييم اليومي للأسهم الداخلة في نطاق الصندوق.
- طريقة تمكن المستثمرين من وضع أيديهم على حصة من الأموال المستثمرة، وهذا يعني القدرة على شراء و بيع أسهم الصندوق يوميا.

❖ **مميزات الصناديق الاستثمارية :** لصناديق عدة مميزات نذكر منها⁵⁴ :

❖ **التنوع و التركيز :** تقوم صناديق الاستثمار بتخصيص أموال المستثمرين في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطر و العائد. وقد يكون من الصعوبة بمكان أن يتمكن المستثمر بموارده المالية المحدودة من تنويع استثماراته كما تفعل صناديق الاستثمار. إضافة إلى أن ذلك قد يكون مكلفا بالنسبة للمستثمر بسبب ارتفاع العمولات التي يتوقع أن يدفعها للوسيط المالي إذا ما رغب في شراء العديد من الأوراق المالية. ويأخذ التنويع أشكالا متعددة منها⁵⁵ :

- ✓ التنوع بين أنواع مختلفة من الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة.
- ✓ التنوع بين عدد كبير من الأوراق المالية من نفس النوع لشركات مختلفة.
- ✓ التنوع بين صناعات مختلفة بدلا من تركيز الاستثمار في صناعة معينة.
- ✓ التنوع الجغرافي بشراء الأوراق المالية من دول مختلفة.

ومن جهة ثانية فان من المستثمرين من لا يرغب في التنوع وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال واحد فقط، ولتحقيق رغبة هذا المستثمر أنشأت صناديق الاستثمار المتخصصة والتي تتوجه للاستثمار في أوراق مالية محددة، وغالبية هذه الصناديق تستثمر في المعادن النفيسة.

❖ **الإدارة المتخصصة :** يوظف الصندوق الاستثماري المهارات العالية من المتخصصين وذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظرا للحجم الكبير للصندوق. هذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال الصناديق الاستثمارية.

⁵³ - أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، المعهد العالي للفكر الإسلامي، دار السلام للنشر و التوزيع و الترجمة، الطبعة الثانية، 2006 ، ص 49.

⁵⁴ - من أهمها تنشيط الإصدارات و تحريك السوق المالية

⁵⁵ - محمد مطر - فايز تيم : مرجع سابق ، ص 245.

◀ **السيولة** : تعد السيولة أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين، فصناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية نظرا لكبر حجم المعاملات التي تجريها والقرارات السليمة التي تتخذها فيما يخص عمليات البيع والشراء مما يجنب المستثمر الوقوع في خسائر ويخفف من تكاليف السمسرة ورسوم التسجيل.

◀ **الاقتراض (الرافعة)** : من المميزات التي لا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال من أجل رفع قدرته على الاستثمار وهو ما يدعى بالرافعة المالية⁵⁶. ويمكن للصندوق الاقتراض من البنوك بضمان تلك الأسهم ثم يشتري بها أسهما جديدة تزيد في أرباح المساهمين.

◀ **أنواع صناديق الاستثمار** : تتعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقا لحاجات ورغبات وأهداف المستثمرين، ومن خلال التجربة الأمريكية لصناديق الاستثمار بصفة خاصة والتجارب العالمية الأخرى بصفة عامة يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لهيكل رأسمالها كما يلي⁵⁷:

◀ **صناديق الاستثمار المفتوحة** : Open End Funds

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

ولعل أهم ما يميز هذه الصناديق كون عدد وثائق محافظتها المالية غير ثابت وغير محدد بل دائما تتسم هذه الوثائق بالتقلب الناشئ عن عمليات البيع والشراء والاسترداد ولا يتم طرح وحدات محددة من الوثائق بل يبقى الصندوق مفتوحا للدخول والخروج منه طالما أن نشاطه ما زال قائما، وبإمكان المستثمر شراء وثائق من هذا الصندوق عندما يشاء وبإمكانه كذلك بيع هذه الوثائق عندما يشاء، وذلك بعد إخطار قصير المدى قد لا يتجاوز الأسبوع وحينئذ يصدر الصندوق وثائق جديدة لسد الفراغ الذي تركه أي مستثمر يبيع وثائقه. وصناديق الاستثمار المفتوحة تكون دائما جاهزة ومستعدة لرد قيمة وثائق الاستثمار عند الطلب، ولا يجوز لها قيد أو تداول ووثائقه في سوق الأوراق المالية ولكن يتم الشراء والاسترداد عن طريق الصندوق ووكلائه، وذلك بموجب الإعلان الدوري عن قيمة الوثيقة، ويكون ذلك بصفة أسبوعية أو مرتين أسبوعيا أو يوميا.

◀ **صناديق الاستثمار المغلقة** : Close End Funds

وقد سميت هذه الصناديق بهذا الاسم لأن عدد الوثائق فيها ثابت ولا يتغير. وأهم ما يميز هذه الصناديق أنها محددة القيمة والحجم والهدف والعمر، وينبثق عن ذلك كون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضا، لذا فهي تنتهي بانتهاء مدة الصندوق ويتم حينئذ استرداد قيمتها من الجهة المنشأة للصندوق.

⁵⁶ - تتمثل الرافعة المالية أو الرفع المالي في اعتماد المؤسسة على القروض طويلة الأجل لرفع ربحية السهم.

⁵⁷ - أشرف محمد دوابه، مرجع سبق ذكره، ص 50/49.

وتطرح هذه الصناديق وثائق الاستثمار للبيع عن طريق كلاء الصندوق ويتم تداولها عن طريق بورصة الأوراق المالية، وعليه فإن الصندوق لا يقبل استردادها أو يقوم بطرح وثائق جديدة منها ويتم إدارة المحفظة الخاصة بهذا الصندوق عن طريق البورصة لصالح حامل وثيقة الاستثمار الأخيرة. لذلك فإن صناديق الاستثمار المغلقة بعد إصدارها لوثائق الاستثمار لا يكون لها علاقة بالمستثمر ماعدا أن يشتري منها الوثيقة وإذا ما رغب في بيعها فعليه أن يتجه إلى شركة سمسة تقوم ببيع الوثيقة له في السوق المنظمة (البورصة) أو السوق الغير منظمة (OTC) ويمثل العرض والطلب في هذه الأسواق المحدد الرئيسي لسعر الوثيقة.

◀ **صناديق المؤشرات المتداولة** : مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية في نهاية الثمانينيات و تحديدا في عام 1989 م، ظهرت لأول مرة صناديق المؤشرات المتداولة (ETF) التي تجمع بين مرونة صناديق الاستثمار المفتوحة من حيث رأس المال والسيولة العالية التي تتسم بها الصناديق ذات النهاية المغلقة وظهرت هذه الصناديق من خلال الأسواق الكندية ثم تبعتها الأسواق الأمريكية في عام 1993م، ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق تنمو بوتيرة سريعة⁵⁸.

يحاول الكثير من المستثمرين المحترفين أن يكون أداؤهم أفضل من أداء مؤشر من المؤشرات، ولكن كيف لصندوق استثماري أن يحقق الأداء نفسه الذي يحققه المؤشر؟ بالطبع يمكن تحقيق ذلك بالقيام بشراء أسهم جميع الشركات التي يغطيها المؤشر والبالغ عددها 500 شركة في حالة S&P500 ! ولكن نجد أن هذه الصناديق عادة تستثمر في عدد أقل من ذلك بكثير ولكنها تستطيع أن تختار الشركات التي تمثل أكبر تأثير على المؤشر وتستثمر فيها. فإذا كنت مقتنعا بأداء مؤشر Dow Joens على سبيل المثال يمكنك الاستثمار في أحد الصناديق التي تستثمر في شركات Dow Joens . لاحظ أن الاستثمار في شركات المؤشر نفسه لا يتطلب مدير أسهم متميز ولا إلى عشرات المحللين والخبراء كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية الكبيرة، لأن عملية اختيار الأسهم في هذه الحالة سهلة إلى حد كبير، حيث أنها تتطلب فقط شراء أهم أسهم المؤشر أو جميع أسهم المؤشر في حالة مؤشر Dow Joens وبذلك فإن تكلفة صناديق المؤشرات تكون أقل من الصناديق المتخصصة.

للعمليات الصناديق الاستثمارية :

◀ **التسعير** : ويقصد به إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق. فإذا كانت مغلقة فان مدير الصندوق لا يحدد يوم معين للإعلان عن سعر الوحدات الاستثمارية وذلك أن المساهمين لا يسمح لهم بالانسحاب من الصندوق إلا عند التصفية مما يدل على ثبات رأس المال في هذا النوع من الشركات، ولكن لا يمنع من تداولها في السوق المالي، وفي الواقع يتم بيع وشراء وحدات هذه الشركات في الأسواق الثانوية تماما

⁵⁸ - هيئة السوق المالية ، capital Market Authority ، المملكة العربية السعودية، Bakheet Investment Group على الموقع الإلكتروني

كبيع وشراء الأسهم. ولذلك فإن القيمة السوقية لوحدات هذه الشركات تتحدد حسب العرض والطلب في السوق المالي⁵⁹.

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن مدير الصندوق يحدد يوماً لتسعير الوحدات الاستثمارية قد يكون من كل أسبوع أو من كل شهر، وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على سيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار⁶⁰، هنا نقول أن الصناديق المفتوحة يكون رأس مالها قابل للزيادة والنقصان، أي أن الشركة Open-End Investment Companies ملزمة قانونياً بالبيع للمستثمر والشراء منه حسب صافي قيمة الوحدة NAV، والذي يساوي⁶¹:

$$\text{صافي قيمة الوحدة} = (\text{القيمة السوقية للأصول} - \text{قيمة الخصوم}) / \text{عدد الأوراق المالية.}$$

فإذا كانت القيمة السوقية لأصول الشركة مثلاً 50 مليون دولار، وقيمة خصومها 20 مليون دولار، وعدد الأوراق المالية التي تملكها 2 مليون ورقة فإن صافي قيمة الوحدة يكون مساوي لـ:

$$\frac{50.000.000 - 20.000.000}{2.000.000} = 15\$$$

وهذا النوع من الشركات يختلف عن النوع الأول أي الشركات المغلقة Close-End Investment Companies حيث لا يتم تداول حصصه في السوق المالي كما في النوع الأول بل يتم الشراء والبيع بموجب صافي الوحدة لا أكثر ولا أقل.

◀ **الرسوم على المشتركين :** وهذا خاص بالصناديق المفتوحة، فإذا كانت من النوع الذي يتقاضى عمولة فإنها تدعى *Load Fund* : وتتقاضى عمولة تصل إلى حد أعلى يقدر بـ 8.5% من قيمة الاستثمار وتنخفض هذه النسبة كلما زاد المبلغ المستثمر، ويتم خصمها في العادة من المبلغ المستثمر. فمثلاً إذا استثمر شخص مبلغ قدره 1000 دولار، فإنه يتم خصم 85 دولار كعمولة. ويبيع للمستثمر حصصاً بمبلغ 915 دولار فقط. وفي العادة فإن الشركات التي تتقاضى عمولة من المستثمر عند شرائه وحدات منها لا تتقاضى رسوم الاسترداد Redemption Fees وهي نوع آخر من الرسوم يدفعها المستثمر عندما يقوم ببيع وحدات الصندوق التي يملكها إلى الشركة، وتتراوح بين 1 إلى 3%.

⁵⁹ - مجموعة من المراجع :

- محمد القرني : صناديق الاستثمار الإسلامية على الموقع : www.kantakji.org/fiqh/markets.htm بتاريخ 2007/10/11.

- محمد مطر - فايز تيم : مرجع سابق ، ص 238.

⁶⁰ - محمد القرني : صناديق الاستثمار الإسلامية على الموقع : www.kantakji.org/fiqh/markets.htm بتاريخ 2007/10/11.

⁶¹ - محمد مطر - فايز تيم : مرجع سابق ، ص 239-240 .

أما النوع الذي لا يتقاض عمولة فيطلق عليه No-Loud Fund، ويعود السبب في ذلك إلى أن حصص هذه الشركات لا تباع من خلال وسطاء وإنما من خلال الشركات مباشرة. ويتم الاتصال مباشرة عن طريق البريد، التلفون أو الانترنت دون تدخل الوسطاء⁶².

◀ **الاسترداد و التداول :** لما كان عنصر السيولة يعد أهم العناصر جذب المساهمين في الصناديق الاستثمارية، وتتوفر هذه لميزة من خلال الصناديق المفتوحة حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية كما ذكرنا سابقا أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في السوق المنظمة، لذا يلجأ مدير الصناديق المفتوحة إلى الاحتفاظ بقدر من السيولة تكون عند حدها الأمثل لأنها لا تدر عائد وفي نفس الوقت تمكن مدير الصندوق من شراء وحدات أولئك الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير. ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق.

◀ **رسوم الإدارة :** يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بطريقة تولد الحوافز لديه على تحقيق نمو الصندوق بما يفيد جميع المشاركين، ولذلك يعتمد على حسابها بما يسمى الوحدة الصافية للأصول الصندوق تحسب بصفة دورية ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها. ويزيد أجر المدير كلما كبرت حجم أصول الصندوق.

◀ **الاحتياطات :** وتحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات. وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم وتعد جزءا من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين يملكون وحداته عند انتهاء مدته⁶³.

3-2-2- شركات التمويل : تقوم شركات التمويل بتجميع الأموال من خلال إصدار أوراق مالية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ولا تستخدم الشركة تلك الأموال للتعامل في الأوراق المالية كما هو حال صناديق استثمار بل تستخدمها في إبرام قروض مباشرة لأغراض استهلاكية أو لتمويل المشروعات الصغيرة. وبالتالي فإن تلك الشركات تعمل كوسيط مالي يهدف إلى تجميع كميات كبيرة من المدخرات لتقوم بإقراضها نضير الحصول على فوائد تستخدم في خدمة الأوراق المالية التي تصدرها⁶⁴.

⁶² - محمد مطر - فايز تيم : مرجع سابق ، ص 241 .

⁶³ - محمد القري : مرجع سابق، على الموقع : www.kantakji.org/figh/markets.htm

⁶⁴ - عاطف وليم اندراوس : مرجع سابق، ص 22.

المبحث الثاني : كفاءة وسيولة سوق الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية ذات كفاءة عالية Efficient Stock market إذا كانت رؤوس الأموال توجه للمشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية ومن الشروط الضرورية لكفاءة السوق المنظمة توفر معلومات عن الأوراق المالية وإيصال هذه المعلومات بسرعة وبتكلفة زهيدة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد، حيث لا يكون هناك أي ميزة لأي مستثمر على آخر في معرفة المعلومات والاستفادة منها بشكل غير عادل. إن توفر هذه الشروط يجعل أسعار الأوراق المالية تتغير وتتبدل بسرعة لتعكس كافة المعلومات المتوفرة في السوق ولن يستطيع أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية بصورة مستمرة. وإذا لم تتوفر هذه الشروط فإنه يصبح من الممكن للمتعاملين الذين يحصلون على المعلومات أولاً أن يستغلوها للتلاعب بأسعار الأوراق المالية والتحكم فيها.

المطلب الأول : أثر المعلومات على كفاءة سوق رأس المال

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات السائدة لتطور ونضوج أسواق رأس المال بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص، بل إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمر بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة. وتعتبر الكفاءة بشقيها السعري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها، حجمها وموطنها. لذا تحرص كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف لتمويل الاقتصاد الوطني⁶⁵.

1- مفهوم كفاءة البورصة : إن مضمون كفاءة السوق Efficient Market يعني أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية⁶⁶. ويعكس مفهوم السوق الكفاء استجابة أسعار الأوراق المالية على وج ه السرعة لجميع المعلومات المتاحة في السوق سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة أو عن الشركة نفسها⁶⁷. ويعرف السوق الكفاء⁶⁸ كذلك بأنه السوق الذي يجعل سعر أصل مالي معين يساوي باستمرار قيمته النظرية.

⁶⁵ - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ، جامعة سطيف ، العدد 03، 2004، ص 81.

⁶⁶ - منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير - منشأة المعارف، الإسكندرية 1995، ص 13.

⁶⁷ - إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 7.

⁶⁸ - Michel Jura : *Technique Financier International*, DUNOD, Paris, 1999, P 48.

وهناك تعريف آخر يعرف السوق الكفؤة بأنها السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفؤة، مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركات التابعة لها تلك الأوراق⁶⁹.

ويشير التعريف الأول إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي⁷⁰:

- **التأثير الكامل**: يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع و من ثمة تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعلومات التي يفترض أن تؤثر عليها.
- **جميع المعلومات متاحة**: يفترض مفهوم كفاءة السوق أن كل المعلومات سواء كانت تاريخية، جارية أو مستقبلية تكون متاحة ومروجة لجميع المتعاملين في السوق مما يجعلها تنعكس بالكامل على أسعار الأوراق المالية.

- **السرعة والدقة**: ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل بسرعة في الأسعار مع معرفة المعلومات الجديدة، ولا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن الجديد لكنه يكون فقط السعر العادل للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات. كما لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى النتائج بخصوص سعر الورقة المالية. ويمكن أن نشير هنا إلى نقطة جديرة بالاهتمام وهي أن المعلومات المتاحة للجميع لا يعني أن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر التي تحيط بها متطابقة تماما، فقرارات بعض المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ الأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية غير أن قرارات المستثمرين المحترفين وحتى غير المحترفين الذين يتسمون بالفطنة سوف تدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية. ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لكفاءة السوق فالمهم أن يتنبأ كل مستثمر بأسعار الأسهم التي تمتاز بالعشوائية في ظل السوق الكفؤة بحيث يصعب أو يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين، عندئذ يتنافس عدد هائل من المتدخلين على تحليل المعلومات التي سرعان ما تنعكس على الأسعار الشيء الذي يؤدي إلى تقييم الأصول المالية بقيمتها الحقيقية وتوجه رؤوس الأموال إلى المشاريع الأكثر مردودية وهذا ما يعرف بالتوزيع الفعال للموارد. وعند هذه النقطة يمكن أن نميز بين نوعين من الكفاءة تنطبق عليهما من خلال العنصر التالي:

- 2- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية**: السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إليه وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر. بما يعكس تلك المعلومات، وهذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضي توافر مقومات وشروط السوق الكاملة والتي تتمثل فيما يلي⁷¹:

⁶⁹ - جبار محفوظ: كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 03، 2004، ص 84.

⁷⁰ - إيهاب الدسوقي: اقتصاديات كفاءة البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 32.

⁷¹ - إيهاب الدسوقي: مرجع سابق، ص 33.

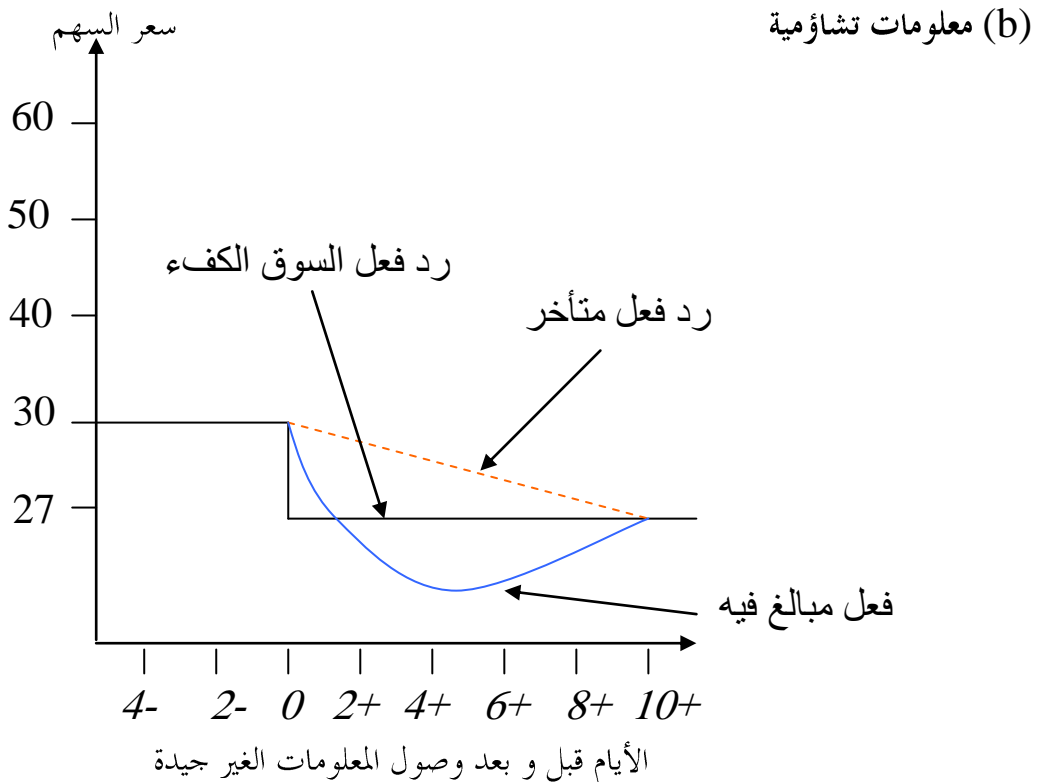
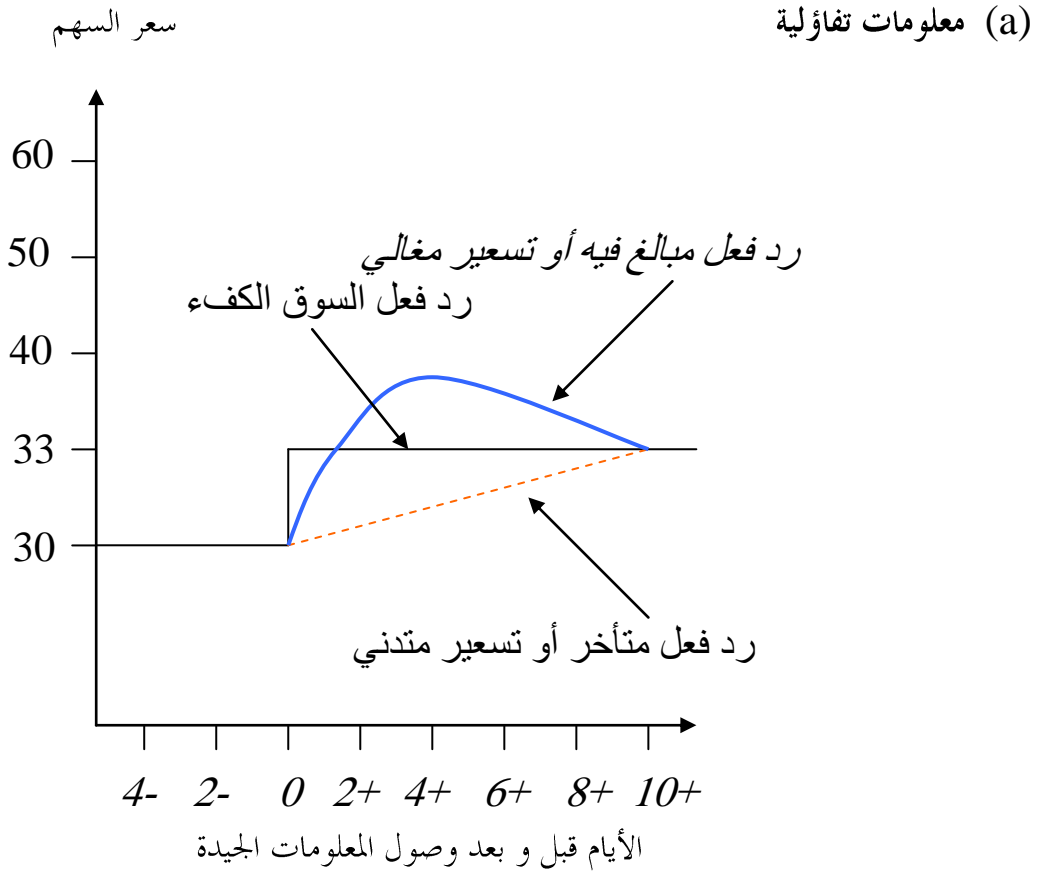
- ✓ وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد، ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية، ولكن لا يستطيع أي مستثمر التأثير بمفرده في سعر الورقة المالية.
 - ✓ توافر المعلومات بسرعة ودقة وبدون تكاليف، ومن ثمة تماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم⁷².
 - ✓ توافر المعلومات بصورة عشوائية وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل العمولات والرسوم والضرائب.
 - ✓ استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.
- وفي ظل مثالية هذه الشروط يصعب أن تتوافر في أسواق رأس المال الكفاءة الكاملة بسبب اختلاف الإمكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تحليل المعلومات المستلمة، إذ يحتاج السوق إلى وقت لتفسير وتحليل المعلومات لكي تترك آثارها في أسعار الأسهم الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق وقيمه العادلة، فترة بقاء هذه الفروق ترتبط تماما بفترة تحليل المعلومات وتفسيرها. وهذه الحقيقة تؤشر فرض الكفاءة الاقتصادية للسوق⁷³.
- ويمكن أن نبين مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية من خلال الشكل البياني في الصفحة الموالية:

يتضح من الشكل البياني أنه في اليوم الذي تصل فيه إلى السوق معلومات جديدة بشأن الشركة المصدرة وهي الفترة صفر، وقدرت القيمة الحقيقية أو العادلة للسهم بسعر 33 دولارا فإذا كان السوق كفؤا بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 دولار إلى 33 دولار فورا في اليوم صفر. أما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم صفر وإلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية، والمنحنى والخط المتقطع يعكسان ردود أفعال المشاركين اتجاه المعلومات المستلمة الجيدة والغير جيدة⁷⁴.

الشكل رقم (6)

التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة و الاقتصادية

⁷² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 1995م، ص 6.
⁷³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل و إدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004، ص 136.
⁷⁴ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق ، ص 136.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2004، ص 137.

3- كفاءة التشغيل وصناعة السوق: Market Making and Operational Efficiency

إن الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات بأسعار معقولة وحده غير كافي لتحقيق مفهوم كفاءة السوق المالي، إذ لا بد أن يرتبط الانعكاس الكامل للمعلومات (كفاءة التسعير)⁷⁵ بكفاءة تشغيل السوق. ويقصد هنا بكفاءة التشغيل Operational Efficiency أو الكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب في ظل صفيرية المعلومات. أي دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة Brokerage ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق فرصة لتحقيق هامش ربح Bid market markers Asked Spread⁷⁶ مرتفع وبشكل يضمن استمرارية السوق، إذ أن ارتفاع تكلفة الصفقات قد يجعل من استلام المعلومات العلمية غير مجزية حتى ولو كانت لعموم المستثمرين، وبالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كامل على كفاءة التشغيل، وأن كفاءة التسعير والتشغيل مفهومين متكاملين يتطلب توفرهما في السوق الكفاء.

لقد تزايدت أهمية صناعة السوق Market Making كونها تشكل أحد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، هذا بجانب آثارها الإيجابية في تحقيق التوازن واستقرار السوق والتخصيص الكفؤ للمزاد. ولكن يبقى السؤال قائما كيف تتم عملية صناعة السوق؟ والإجابة على هذا السؤال يكون من خلال حزمة الخدمات التي يقدمها صناعات السوق Market Markers والتي يمكن إنجازها كالتالي⁷⁷:

- ✓ توفير المعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق.
- ✓ العمل كمنظم مزاد Auction يؤمن استمرار السوق وعدالته.
- ✓ الاحتفاظ بمخزون خاص من الأصول المالية لأغراض تحقيق التوازن بين أوامر البيع والشراء ولتخفيف الصدمة Buffer التي تحصل بفضل عدم توازن الأوامر.
- ✓ السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان استمرارية السعر وإضفاء صفة السيولة والمرونة للأصول المالية.

👉 ولتوفير هذه الخدمات لا بد من وضع المعايير الصارمة لاختيار السماسرة الأكفاء!

تطلب معظم وإن لم يكن كل أسواق الأوراق المالية في العالم شروطا ومعايير يجب أن تتوفر في كل مترشح حتى يمكن قيده كسمسار في السوق، وتتماثل تلك الشروط إلى حد كبير، ومن أهمها نذكر⁷⁸:

3-1- شروط تتعلق بالحالة المدنية : و مفاد هذه الشروط تتمتع المرشح بجنسية البلد التي يرغب في مزاولته عمله فيها، وبلوغه سنا معينة، وتمتعه بالأهلية القانونية.

⁷⁵ - يطلق على كفاءة التسعير Price Efficiency بالكفاءة الخارجية External Efficiency أو كفاءة المعلومات.

⁷⁶ - مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁷⁷ - ارشد فواد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2010م، ص 46.

⁷⁸ - أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1415 هـ، 1995م، ص 244-246.

3-2- شروط تتعلق بالزاهمة و حسن السيرة : وذلك مثل ألا يكون قد أشهر إفلاسه من قبل، وألا يكون قد حكم عليه لجناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة أمانة أو تزوير أو مخالفة قوانين النقد، أو مخالفة لوائح وقوانين سوق الأوراق المالية.

3-3- شروط تتعلق بالكفاءة المالية : وتتحصر في امتلاكه لرأس مال يثق به المسئولون في كفايته لضمان المبالغ التي قد تكون مطلوبة منه سواء للعملاء أو للجنة السوق ولتحصيل الغرامات المالية وللوفاء بالمبالغ المطلوبة كتأمينات.

وتظهر أهمية هذا الشرط بالنسبة لأسواق الأوراق المالية في الغرب وفي اليابان و هونج كونج حيث يتحتم على بعض السماسرة دفع مبالغ كبيرة في حالي الشراء والبيع نيابة عن عملائهم، ثم تحصيلها بعد منهم عقب فترة قد تقصر أو تطول وتزداد أهمية هذا الشرط بالنسبة للسماسرة المسموح لهم بعقد الصفقات لصالح محافظهم الخاصة.

3-4- شروط تتعلق بالكفاءة الفنية : وتمثل في ضرورة حصول المرشح على حد أدنى من التعليم الثانوي، ويطلب منهم إثبات خبرة في مجال يتعلق بأسواق الأوراق المالية لمدة غالباً ما تكون ثلاث سنوات على الأقل، أما الحاصلون على شهادة جامعية فتخفف مدة التدريب والخبرة إلى فترة سنة واحدة غالباً.

3-5- شروط إجرائية : وتمثل فيما يلي

- اجتياز اختبار تحريري أو شفوي أو كليهما.
- الحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة السوق في اقتراع سري.
- دفع رسم يختلف من سوق لأخرى.
- تقديم كفالة مالية أو شخصية.

وفي الأسواق التي يتحدد فيها عدد السماسرة لعدد معين لا يمكن تجاوزه كما في لندن ونيويورك يتطلب الأمر الحصول على حق الحلول أو الاستخلاف مكان عضو مستقيل أو متقاعد أو متوفى وعادة ما يشترى هذا الحق بثمان يتفاوت حسب نشاط السوق. وسوق نيويورك للأسهم يحتوي على 1633 مقعداً بواقع مقعد واحد لكل عضو مسجل في السوق، وهذا الرقم ثابت و نادراً ما يتغير. وبالرغم من أن العاملين في السوق بيدون واقفين دوماً إلى أن عضويتهم هذه يطلق عليها مقعداً. ويختلف سعر المقعد من عام لعام حسب العرض و الطلب، إلا أنه بلغ حوالي 2.5 مليون دولار عام 2002 وفي عام 2003 كان حوالي 1 مليون دولار فقط و عاد مؤخرًا في نوفمبر 2005 إلى أعلى سعر له بلغ 3.5 مليون دولار! وسعر المقعد له دلالة على حركة الأسهم وإقبال الوسطاء والمتعاملين عليها فكلما زاد السعر دل على إقبال كبير قائم وقادم⁷⁹.

⁷⁹ - فهد بن عبد الله حامد الحويماي ، مرجع سبق ذكره، ص 63.

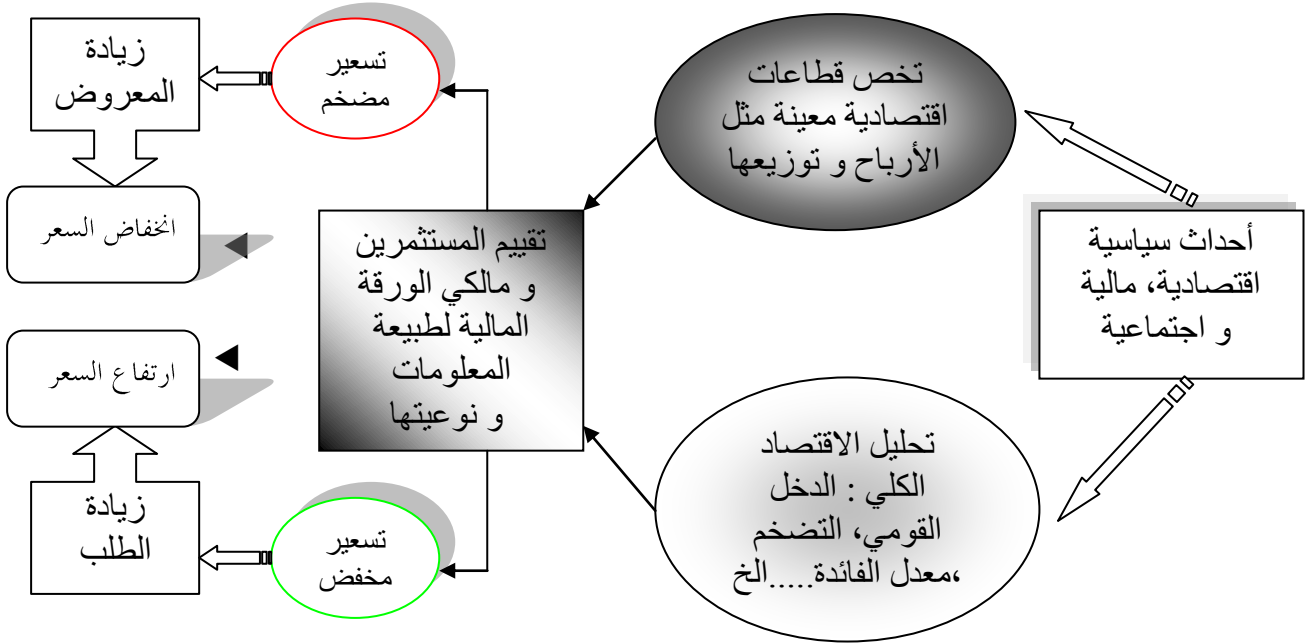
المطلب الثاني : دور المعلومات في تفعيل كفاءة الأسواق الأوراق المالية

تعتبر المعلومات في سوق رأس المال المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءات، فالمعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال في صياغة القرارات الاستثمارية.

1- دور المعلومات في تسعير الورقة المالية : تنعكس أهمية المعلومات في ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية إذا كان الإفصاح عن المعلومات يتميز بالشفافية. فالإفصاح يكون دوري ويخص البيانات المالية وكذلك فوري ويخص المعلومات الجوهرية ذات الأثر على السعر بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية، وذلك ليطمئن أي مستثمر أن أحواله تدار بطريقة كفؤة ونزيهة⁸⁰.

إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها يجنب المتعاملين الوقوع في سوق التسعير الخاطئ للورقة المالية، والشكل البياني التالي يوضح أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سلوك المستثمرين وحركة الأوراق المالية عند تسعير الورقة المالية.

الشكل رقم (7) : المعلومات و آلية تسعير الورقة المالية .



المصدر : أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004، ص 133.

لتحديد أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة فإننا نتبع آلية العرض والطلب كما هو الحال في سوق السلع والخدمات، فإذا كانت توقعات المستثمرين تشير إلى التفاؤل بمستقبل الاستثمارات وعوائدها وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع والشركة المصدرة للورقة المالية، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر الشراء أي زيادة الطلب ومن ثم ارتفاع سعر الورقة المالية، وهذا ما يدل على أن التسعير المنخفض لا يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أما إذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات فهذا يدل على وجود تسعير مضخم أي أن سعر الورقة المالية فوق قيمتها الحقيقية أو القيمة العادلة مما يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر البيع وبالتالي عرض كميات كبيرة من أجل تجنب أو الحد من الخسائر المحتملة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار⁸¹.

د ونشير هنا : على الرغم من أهمية المعلومات و دورها في تحديد سعر الورقة المالية إلا أنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات لتعبر عن طموحاته ومخاوفه اتجاه حركة الأسعار مستقبلا. ولنجاح عملية التسعير أي أن الأسعار تبقى عند قيمتها العادلة فإن هناك بعض العوامل التي تدفع السوق الكفاء إلى توفير آلية سريعة تحافظ على القيمة الحقيقية للأسعار الأوراق المالية. لكن قبل أن نتطرق إليها في نقطة لاحقة لا بد من معرفة مختلف الإشارات التي تؤثر على سعر الورقة المالية.

2- أهمية أدوات الإشارة في تفسير المعلومات

يعتبر الهيكل التمويلي وتوزيعات الأرباح من أهم المحددات لقيمة الشركة، وهي إشارات حاملة لمعاني ومعلومات تفيد في توجيهه و اتخاذ القرارات لمختلف المستثمرين

2-1- هيكل رأس المال كأداة للإشارة

يعتبر *S.Ross* الرائد في هذه المقاربة، أن أي تغيير في السياسة المالية يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين للمؤسسة وبالتالي تكون لدينا إشارة مرسله إلى السوق المالي، ويمكن التطرق إلى هيكل رأس المال كأداة للإشارة من خلال العوامل الثلاثة التي تؤثر فيه⁸².

للم نظرية الإشارة و سياسة الاستدانة : من البديهي أن الزيادة في الاستدانة تزيد من خطر الأموال الخاصة، وبالتالي فإن مسيري المؤسسة يبررون هذه الزيادة بإرسال إشارة للسوق بأن المؤسسة لديها القدرة على تسديد حجم الديون بدون أي صعوبة وهذا ما يدل على كفاءة المؤسسة، وفي حالة ما إذا كانت هذه الإشارة خاطئة أي أن المؤسسة ليست لديها القدرة على تسديد ديونها فإنها ستعرض لعقوبات مالية، وفي ظل افتراض أن

81 - مجموعة من المراجع :

♦ جبار محفوظ : تنظيم وإدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر، ص 118.

♦ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 133.

82- بورقية شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير/ جامعة فرحات عباس، سطيف/الجزائر، العدد 10

للسنة 2010 م ، ص 146-147.

المسيرين لديهم معلومات مميزة في المستقبل، أثبتت *S.Ross* أن المسيرين سيقومون بإيصال إشارة دقيقة بشرط أن يكون هامش الربح المحتمل تحصيله من إشارة خاطئة أقل من العقوبة المسلطة.

للـ **نظرية الإشارة وزيادة رأس المال** : إذا افترضنا أن المسيرين يدافعون على فوائد المساهمين القدامى فالسؤال المطروح هو : كيف يقوم هؤلاء المسيرين باقتراح زيادة رأس المال إذا كان السهم مقيم بأقل من قيمته؟

إذا نظرنا من وجهة عدم تماثل المعلومة فإن الزيادة في رأس المال هو إشارة على أن السهم مقيم بأعلى من قيمته السوقية وأن المسيرين يتوقعون أن التدفقات المستقبلية للمؤسسة ستكون أقل مما يعكسه سعر السهم في البورصة، وبالتالي فإن فريق المسيرين يغتنمون فرصة التقييم المرتفع للسهم لرفع رأس المال وتوجيه الأموال المحصلة إلى تغطية عجز الخزينة الحاصل من تدفقات الاستغلال الضعيفة مقارنة بالمتوقعة.

للـ **نظرية الإشارة وتخفيض رأس المال** : إن إعادة شراء السهم تتضمن تفسيرات متعددة نذكر من بينها :
 ◀ غياب فرص الاستثمار بنسبة المردودية المطلوبة، فالمسيرين يقومون بإرجاع الأموال للمستثمرين لاستثمارها في مجالات تعود عليهم بمردودية أعلى.

◀ إشارة الخبر الجيد بحيث يعتبر المسكرون بأن سعر السهم مقيم بأقل من قيمته.

◀ الحافز الضريبي ، لأنه في حالة إعادة شراء السهم تكون الضريبة أقل من توزيع الأرباح لنفس النتيجة.
 أي أن تخفيض رأس المال لا يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة⁸³ ولا يؤدي إلى زيادة قيمة السهم ولكن يسمح بجذب استثمار الأموال في مشاريع تكون مردوديتها أقل من تكلفة الأموال الخاصة، ولا يتحقق هذا إلا إذا نجحت المؤسسة في شراء أسهمها بسعر أقل من القيمة المتوقعة، وبالتالي فإن تخفيض رأس المال يعتبر عملية تشير بأن المسيرين يعملون لفائدة وصالح المساهمين.

2-2- سياسة توزيع الأرباح كأداة للإشارة :

يعمل المسكرون على إعطاء الصورة الحسنة للمؤسسة، فالمؤسسات القوية أو ذات المردودية العالية تبحث عن كل الوسائل والسياسات التي تحسن من صورتها مقارنة بتلك المؤسسات التي تفتقد إلى تلك الوسائل، ومن بين أهم تلك الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح، حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على مردودية المؤسسة المرتفعة والعكس صحيح، وإذا ما حدث انخفاض في نسبة الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول في الأجل القريب.
 فسياسة توزيع الأرباح تشكل عامل معلوماتي مميز يستعمله المسكرون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة.

⁸³ - هي متوسط تكلفة مصادر التمويل في حالة تعددها ، و تحسب بضرب الوزن النسبي لكل مصدر مصادر التمويل في تكلفة كل مصدر تمويلي.

3- عوامل نجاح السوق الكفاء في تسعير الورقة المالية :

إضافة إلى الشفافية و الإفصاح هناك عوامل أخرى تتعلق بالقطاع المالي تساعد على تفعيل و نجاح أداء سوق الأوراق المالية الكفؤة:

3-1- الاستقرار السياسي والأمني والاقتصادي : إن الاستقرار الأمني والسياسي هو الضمانة الأكيدة لسيادة القانون ولحماية المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية. أما الاستقرار الاقتصادي فهو الدعامة الأساسية للسوق المالي، كون استقرار السياسات النقدية والمالية تؤدي إلى استقرار أسهم الشركات وإن تغيرت أسعارها فهذه التغيرات تكون مبررة⁸⁴.

لذا يجب على الوزارات والجهات المختصة في بناء مؤشرات اقتصادية أن تصدرها بشكل دوري لتوفير المعلومات الأساسية عن تطور الاقتصاد القومي ليتمكن المحللون من دراسة تأثيرها على الصناعات والشركات المساهمة. إذ لا يمكن تحليل أوضاع الشركات والتنبؤ بأدائها المستقبلي في معزل عن معرفة دقيقة لتطور الأوضاع الاقتصادية. وهذه الأوضاع تقاس بمؤشرات موضوعية تصدر دوريا كمعدل النمو الاقتصادي، معدلات التضخم، معدلات البطالة، معدلات الفائدة الأساسية في السوق النقدي وفي سوق رأس المال، الميزان التجاري، ميزان المدفوعات، إيرادات و نفقات و عجز الخزينة.... الخ؟

هذه المؤشرات الأساسية تدخل بشكل جوهري في تقييم الأداء الحالي وعمل تنبؤات مستقبلية لتطور الاقتصاد الوطني وتأثير ذلك على مبيعات وأرباح الشركات العاملة في الصناعات المختلفة، وعلى أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق⁸⁵.

3-2- الانفتاح على الجمهور وتنويع الأدوات المالية : تتميز البورصات العالمية الفعالة بأعداد كبيرة من المتدخلين سواء بصفتهم عارضين أو طالبين للأوراق المالية، و كذلك انفتاحها للمستثمرين الأجانب وفق تشريعات تضبط ذلك.

إضافة إلى أن الأصول المالية التي يتم تبادلها لا تتسم بطابع التجانس، وهو يمثل عنصر جذب الادخار حيث تكون الإصدارات وفق مصالح واتجاهات ومعتقدات المستثمرين مما يجلب أكبر كم من المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مما يسرع في معدل دوران وتداول الأدوات المالية⁸⁶.

3-3- وجود جهاز مصرفي قادر و متمكن : المقصود بذلك وجود جهاز مصرفي قادر على تمويل المستثمرين في السوق وقادر على تفهم عمل سوق الأوراق المالية، بحيث تكون مصارفه على علم تام بمخاطر الاستثمار بالأسهم وما ينتج عنها، إضافة إلى المعرفة بأموال الاقتصاد الوطني.

⁸⁴ - رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مرجع سبق ذكره، ص 6.

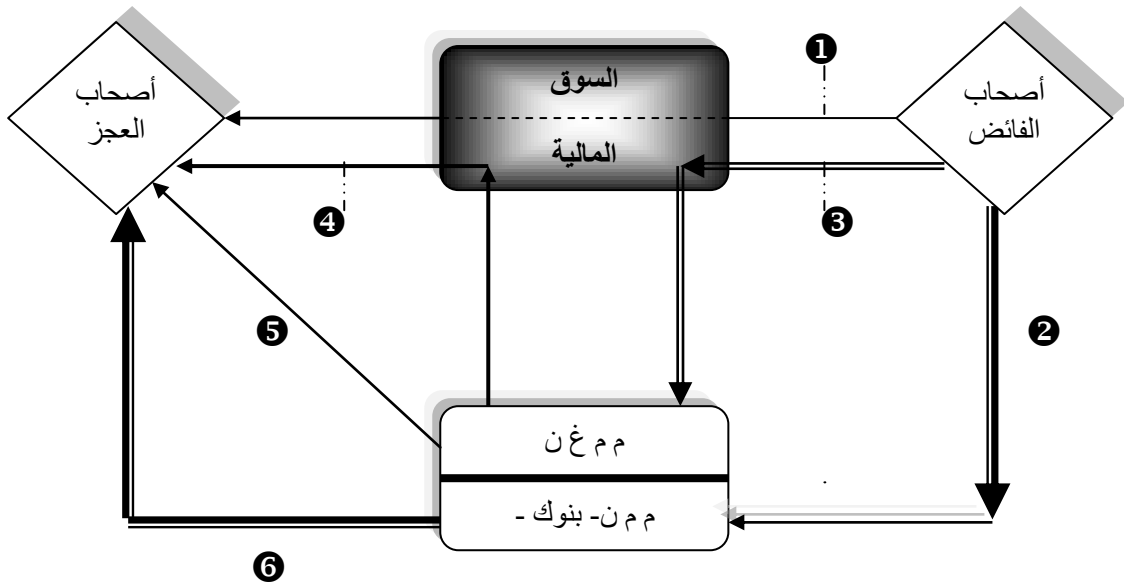
⁸⁵ - محمد أمين عزت الميادني، مرجع سبق ذكره، ص 18 على موقع شبكة الانترنت www.kntakji.org/fiqh/Markets.htm

⁸⁶ - معدل الدوران يساوي : القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق / رأس مال السوق

فالجهاز المصرفي هو الدعامة الأساسية لوجود سوق أوراق مالية ناجحة، وذلك ما يختص به بصفته وسيطا ماليا يعمل على تعبئة الادخار وترقية وحسن توجيه الاستثمار.

3-4- توسيع القاعدة الإنتاجية أو الصناعية : لا يمكن توقع سوق مالي فاعل وناجح دون توفر القاعدة الصناعية، كون السوق المالي تزداد حركيته وفاعليته بوجود أطراف العجز المالي الذين تعجز الحكومة والقطاع المصرفي عن تمويلهم، ولا يتحقق ذلك إلا بتوسع وتطور النشاط الصناعي أو الإنتاجي⁸⁷، ويمكن أن نبين فاعلية السوق المالي في تمويل أصحاب العجز وتوسيع القاعدة الإنتاجية والصناعية عن طريق الرسم البياني التالي :

الشكل رقم (8) : فاعلية التمويل المباشر في تمويل أصحاب العجز



المصدر : حسين رحيم : الاقتصاد المصرفي، دار بهاء الدين - قسنطينة، الطبعة الأولى 2008، ص 21.

نظرا لكون حجم شركات المساهمة وتطور عددها واحتياجها لمصادر تمويل طويلة الأجل فإن البنوك تعجز لوحدها عن تمويل أصحاب العجز لذا نلاحظ هنا دور التمويل المباشر في زيادة حجم الشركات المدرجة في البورصة مما يزيد من حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني ويوسع من القاعدة الإنتاجية والصناعية وهذا يتجلى في توظيف أصحاب الفائض المالي فوائضهم في شراء أوراق مالية يطرحها أصحاب العجز (سهم 1) قد تقوم المؤسسات المالية الغير نقدية بنفس العملية أي توظيف الفائض المجموع لديها أو جزء منه في شراء أوراق مالية (سهم 3). ويحتل كذلك أن يتوجه أصحاب الفائض إلى إيداع أموالهم لدى البنوك (سهم 2)، كما أن

⁸⁷ - رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة ومدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، مرجع سبق ذكره، ص 10.

المؤسسات المالية⁸⁸ قادرة على توظيف جزء من الموارد المالية المجمعة لديها في شراء أوراق مالية يطرحها أصحاب العجز (سهم 4) أو تمولهم مباشرة (سهم 5) ، كما أن البنوك تقوم بالتمويل أصحاب العجز عن طريق القروض (سهم 6).⁸⁹

3-5- توفير نظام فعال للاتصال والربط : يتطلب عمل السوق وكفاءة المعلومة وجود تجهيزات حديثة كأجهزة الحواسيب و اللوحات الالكترونية، ووسائل الاتصال المتطورة، وذلك لتسهيل تنفيذ عمليات السوق والحد من التذبذب في الأسعار وزيادة كفاءة عمل السوق بتسهيل و توثيق الأسهم ونقل ملكيتها وجمع البيانات ونشرها.

2-6- نشر الثقافة و الوعي الاستثماري : التعاون مع وسائل الإعلام لتوجيه عمليات نشر المعرفة والتوعية الاستثمارية إلى كافة المستثمرين المحتملين ووسطاء السوق وأعضاء وأجهزة التشريع والمراقبة ومديري و موظفي وعاملي السوق المالي. وسيكون للتعليم والتوعية الاستثمارية هدفين رئيسيين هما : عقلنه قرار الاستثمار في الأوراق المالية من قبل المستثمرين الأفراد وحماية المستثمرين وخاصة الصغار منهم من حالات النصب والاحتيال والتلاعب بأسعار الأوراق المالية⁹⁰.

ومن الضروري أيضا العمل على تأسيس وتطوير الصحافة المالية Financial Press مستقلة وحررة تنشر بدقة وتفصيل الأخبار الاقتصادية والمالية والإدارية عن الشركات المساهمة.

2-7- توفير نظام للمعلومات :

يعرف نظام المعلومات على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين⁹¹ ، و يعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة و العمليات التي قامت بها الشركة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، و غالبا ما يتم التركيز على النقاط التالية :

للحصول على كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها : كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى، ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرارا خاصة من قبل المنافسين.

⁸⁸ - المؤسسات المالية النقدية (م م ن) هي المؤسسات القادرة على إنشاء نقود الودائع مثل البنوك التجارية أما (م م غ ن) فهي المؤسسات التي ليس لديها القدرة على إنشاء نقود الودائع مثل شركات التأمين، المعاشات، التقاعد...إلخ

⁸⁹ - حسين رحيم : الاقتصاد المصرفي، دار مجاء الدين - قسنطينة، الطبعة الأولى 2008، ص 21-22.

⁹⁰ - محمد أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص 21 على موقع شبكة الانترنت www.kntakji.org/fiqh/Markets.htm

⁹¹ - مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 2009/07 - 2010 م ، جامعة خيضره- بسكرة، ص 183-184.

للزمن الإفصاح عن المعلومات : حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك يؤثر على قراراتهم، لذا من الأفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض التقارير في فترات متتابة حتى تكشف عن التغيرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

للحقيقة الإفصاح عن المعلومات : توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... إلخ، التي يجب أن تعرض بشكل واضح وطبيعي وأن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

❖ مصادر المعلومات المالية: وتتمثل في⁹²:

- ◀ التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... إلخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.
- ◀ التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- ◀ المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف والمجلات وخدمات الإرشاد الاستثماري.
- ◀ قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر "on Line" للتعرف على التغيير في سعر الورقة المالية المتداولة.

⁹² - مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 184.

المطلب الثالث : الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

لقد درج الباحثون على تقسيم أسواق الأوراق المالية من حيث درجة الكفاءة إلى عدة صور، تدرج تبعا لقدراهما على تحقيق التعديل الدقيق والسريع في أسعار الأوراق المالية، تبعا لما يتكشف عنه من معلومات، ولقد كان فاما Fama أول من قام بتصنيف السوق إلى ثلاثة صيغ مختلفة من الكفاءة، وقبل التطرق إليها نشير إلى أن السوق تكون كفؤة إذا توفر مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون أن سوق غير كفؤة، أي أن الأوراق المالية تباع بقيمة سوقية أقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية، فالأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية *Under priced* سوف يلجأ المستثمرون لشرائها وبالتالي ترتفع قيمتها السوقية كما تم شرحه في الرسم البياني رقم 6 الصفحة 42. أما الأسهم المقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية *Over priced* سوف يتم بيعها مما يؤدي إلى انخفاض سعرها ويرجع ذلك إلى أن المستثمرين من ذوي القدرة العالية على التحليل مثل المحللين الماليين سوف يسارعون لاستغلال هذه الفروق، إلا أن هذه الاختلالات الوقتية في الأسعار سوف تتلاشى تدريجيا لتتعدّل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية أو المحورية.

1- فرض الصيغة الضعيفة

يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق *The Weak Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وتعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية *Random Walk Theory* للأسعار⁹³ والتي تصف حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يتحمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضا أو ارتفاعا، ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية في عام 1900 إلى الباحث الفرنسي *Louis Bachelier* حيث قام برصد التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبين له عدم وجود نمط محدد لحركة هذه الأسعار، وقد علق على ذلك بأن المضاربة في سوق هي لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يضمن البائع أو المشتري تحقيق الأرباح على حساب غيره وقد رأى أيضا أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقديرا غير متحيز للسعر الذي سيسود السوق الحاضرة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، وانتهى إلى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد⁹⁴. وأي معلومة جديدة تصل إلى السوق تعدل توقعات المستثمرين في تغيير السعر، وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي على السوق في نمط عشوائي وتعكس في السعر بالشكل التالي :

⁹³ - بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب محمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، دار الخلدونية / الجزائر، ص 158.

⁹⁴ - منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و سوق رأس المال، منشأة المعارف - الإسكندرية، 1997 ، ص 515-516.

$$P_t = E[P_{t+1} / I_t]$$

حيث:

P_t : سعر الورقة المالية في الفترة t

P_{t+1} : سعر الورقة المالية في الفترة $t+1$

I_t : تمثل المعلومة المتاحة سواء كانت حقيقية أو توقعات في الزمن t

فمن خلال هذه المعادلة يتضح أن السعر الذي يسود في المستقبل هو تقدير غير متحيز للسعر السائد في السوق الحاضرة، وبمفهوم كفاءة السوق المالي، أن السعر الحالي عكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في الفترة المستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة، وبالتالي فلن يكون هذا السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي، ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية إذا كان و فقط⁹⁵:

$$P_{t+1} - P_t = \varepsilon_t$$

حيث أن ε_t تمثل ضوضاء بيضاء *Bruit Blanc* ناتجة عن التغير في السعر والعوائد المرتبطة به نتيجة ورود معلومات حقيقية إلى السوق المالي، أي تمس الأسعار وعوائدها فعلا.

ومن ناحية أخرى تظهر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق في جوهر التحليل الفني *Technical Analysis* ويستخدم عدة رسومات ومنحنيات لمعرفة اتجاه سوق الأسهم ومحاوله التنبؤ ماذا سيحدث مستقبلا. ويعبر أي اهتمام إلى المعلومات النوعية بخصوص الشركة مثل إدارة الشركة، القطاع الذي تعمل به الشركة... الخ. ولكن يعتقد أنه يتم التنبؤ بسعر السهم المستقبلي من خلال تفحص الأسعار التاريخية أو السابقة وعوامل أخرى ذات علاقة⁹⁶.

2- فرض الصيغة متوسطة القوة : The Semi-Strong form Efficient Market Hypothesis

وتعني أن أسعار الأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فحسب، وإنما كافة المعلومات المتاحة والمنشورة لعامة الناس⁹⁷، سواء معلومات خاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الاقتصادية نفسها و بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وتظهر هذه الصيغة في التحليل الأساسي⁹⁸ الذي سنتطرق إليه لاحقا في تسعير الأسهم.

⁹⁵ - بورقية شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص 142.

⁹⁶ - إبراهيم كراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، مرجع سبق ذكره ، ص 33.

⁹⁷ - جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

⁹⁸ - للمزيد من التفصيل حول التحليل الفني و الأساسي ارجع إلى الصفحة 107-111

وقد اهتمت العديد من الدراسات باختبار صيغة الفرض المتوسط القوة من خلال سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح و التوزيعات أو استجابة الأسعار للإصدارات الجديدة، الإعلان عن عملية اشتقاق أو تجزئة الأسهم أو الإعلان عن إتباع أساليب جديدة.

3- صيغة الفرض القوي

تعني الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق *The Strong Form Efficient Market Hypothesis* بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، أي المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، إضافة إلى تلك المعلومات التي قد تكون متاحة لفئة معينة منه مثل إدارة المنشأة والجهة أو الشركة المصدرة لسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون، من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتان⁹⁹. ويمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما :

3-1- العاملون بالشركة

يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة مقارنة بباقي المستثمرين، وبذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثمة مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه¹⁰⁰.

3-2- المؤسسات المالية و المتخصصون في تحليل الأوراق المالية

ونذكر منها صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي التي لديها القدرة للوصول إلى المعلومات بسرعة واستخدام أدوات التحليل المالي ومن ثمة القدرة على التوقع باتجاهات السوق، ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي¹⁰¹.

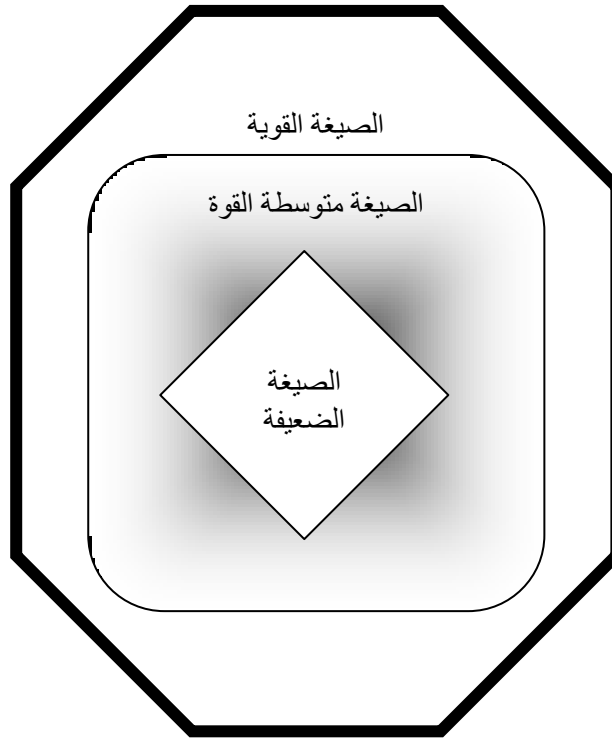
* ويوضح الشكل البياني رقم (8) الصيغ الثلاثة لكفاءة السوق فالصيغة الضعيفة تعكس مفهوما ضيقا للكفاءة، أما الصيغة القوية فتعكس المفهوم الواسع لها، بينما تقع صيغة الفرض متوسط القوة بين الاثنين.

⁹⁹ - بلعزوز بن علي ، محمد الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، مرجع سبق ذكره، ص 159/158.

¹⁰⁰ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 63.

¹⁰¹ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 64/63.

الشكل رقم (9) : أنواع صيغ الكفاءة



المصدر : بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، دار الخلدونية / الجزائر، ص 159.

* كما نلاحظ أيضا تداخل الصيغ مع بعضها البعض فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من صيغة المتوسطة و الضعيفة، و عليه إذا كان السوق كفو بشكل شبه قوي فلا بد أن يكون كفو بالشكل الضيف أولا، و كذلك لكي يكون كفو بالشكل القوي لا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه قوي، و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

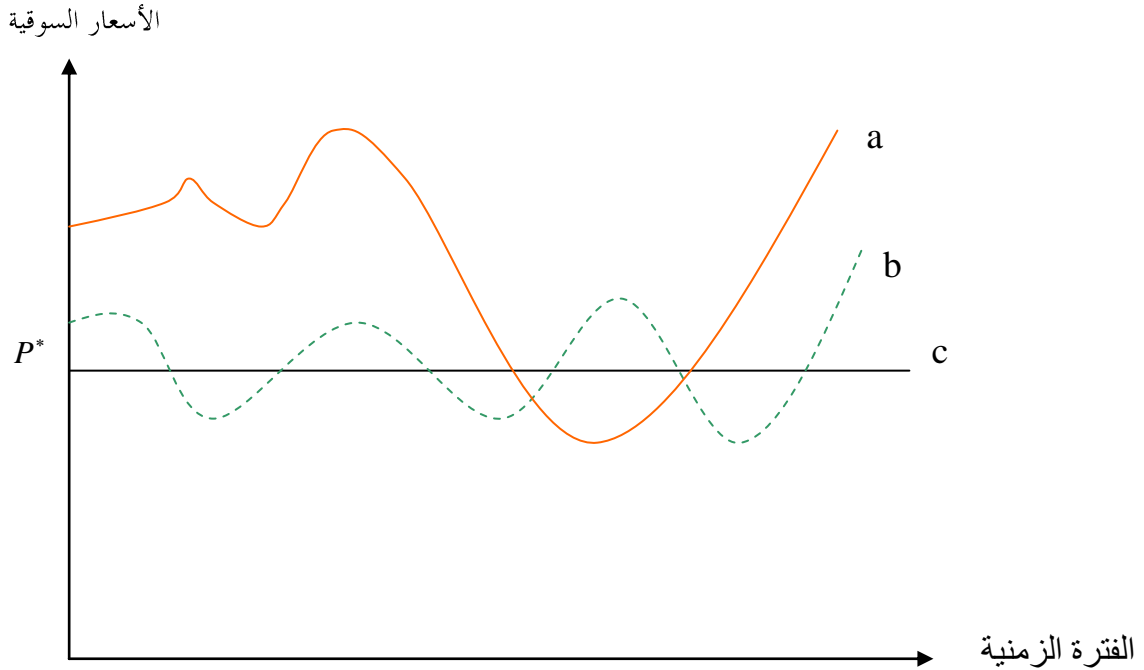
الجدول رقم (2) : تداخلات أشكال الكفاءة في مجال المعلومات

شكل الكفاءة	مجموعة المعلومات التي تنعكس في أسعار الأوراق المالية
ضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
شبه مرتفعة (متوسطة)	كل المعلومات العامة المتوافرة
مرتفعة	كل المعلومات العامة و الخاصة

المصدر: مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سورية دمشق، الطبعة الأولى 2009، ص 50.

تغطي الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و عموم المتعاملين في السوق المالي، و يشتد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل القوي و شبه القوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال السابقة الذكر، فقد وضع *Sharp and Alexander* عام 1990 م هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات و تم تصنيفها من حيث السعة و الشمول، أي من المجموعة الضيق للمعلومات و الخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات و الخاصة بالشكل القوي، وهذا ما يبين طبيعة العلاقات التي تربط مختلف صيغ الكفاءة السابقة الذكر التي يمكن تمثيلها من خلال الشكل التالي¹⁰²:

الشكل رقم (10) : العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق رأس المال



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية – تحليل وإدارة – دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004، ص 145.

◀ من الشكل البياني يتضح ما يلي¹⁰³:

○ يمثل الخط (c) السعر الحقيقي و يعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرض السوق القوي حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية *Fair Value* للسهم وفي أي لحظة وبدون اختلافات.

¹⁰² - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 49.

¹⁰³ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 65.

- يمثل المنحني (b) الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.
- ويمثل المنحني (a) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

4- أهمية السوق المالية الكفؤة :

- وجود سوق مالية له دلالات اقتصادية و استثمارية يمكن إيجازها كآآي¹⁰⁴:
- ◀ السوق الكفؤة دلالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق على تحديد إستراتيجية استثمارية والتخصيص الكفؤ للموارد.
 - ◀ يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات و بالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل على السعر.
 - ◀ في ظل السوق الكفؤ يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن وتضليل.
 - ◀ إن السوق الكفؤ دال لحالة توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
 - ◀ في ظل السوق الكفؤ تتدفق أوامر البيع و الشراء بشكل مستمر ومتوازن باتجاه الاستثمارات المنتجة.
 - ◀ يحقق السوق الكفؤ تماثل المعلومات و بالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات.
 - ◀ في ظل السوق الكفؤ تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفؤ للموارد.

104 - ارشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 50.

المطلب الرابع : خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية : *Breath Market Qualities Of : Depth And Resiliency*

تتميز الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية بوجود خصائص على درجة كبيرة من الأهمية، ومن هذه الخصائص توفر السيولة، العمق، توفر المعلومات و انخفاض عمولات الوساطة. وسنبحث في كل خاصية كما يلي¹⁰⁵:

1- السيولة

يشير مصطلح السيولة Liquidity إلى القدرة على بيع و شراء الأوراق المالية بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية¹⁰⁶ طالما لم تظهر أية معلومة جديدة تستوجب تغير السعر. وثمة نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية : تغيرات عارضة، وتغيرات غير عارضة. وتغزى التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم أي معلومة و يتصرفون بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة و يطلق على أولئك فريق الضوضاء، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية و سعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش وحتى ولو فرض تغيره فانه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد عدد قليل من الصفقات. بينما تغزى التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة و هي تدوم وتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث¹⁰⁷.

والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا انخفضت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق *Marketability* و صار من المطلوب إعطاء خصومات أو عمولات أكبر عليه لبيعه بسرعة، ويتوقف هذا على طبيعة المعلومات التي ترد إلى السوق فإذا كانت إيجابية وسارة تتجه الأسعار إلى أعلي، بخلاف ورود معلومات غير سارة تتجه الأسعار نحو الأسفل.

2- استمرارية السعر

و تعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، و السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بجدة من صفقة إلى أخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3- عمق السوق

¹⁰⁵ - محمد أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص 8 على موقع شبكة الانترنت www.kntakji.org/fiqh/Markets.htm

¹⁰⁶ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 12.

¹⁰⁷ - عاطف و ليم أندراوس : السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق ، مرجع سبق ذكره ، ص 67.

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق *Depth* في السوق. و السوق العميقة هي السوق التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين و المشترين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب تدخل الباعة والمشتريين لتعديل التغير الكبير في أسعار الأوراق المالية عن طريق أوامر البيع والشراء.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة *Shallow Markets* لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع ولأن فارق *Spread* الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعا. وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. أما الأسواق العميقة فان أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، و ينتج عن ذلك أن المتعاملين أو المتاجرين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق *Market Makers* يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة، لأن الفارق *Spread* ما بين أسعار الطلب و العرض *Bid & Ask Prices* في الأسواق العميقة يكون ضيقا¹⁰⁸، ولتأمين خاصية العمق في السوق يجب أن تتوفر للمشاركين في السوق وسائل اتصال جيد وسريعة ورخيصة حتى يتمكنوا من العثور بسرعة على كافة أسعار العرض والطلب ويتموا الصفقات.

وتفتقد الأسواق المشتتة *Fragmented Markets* إلى العمق لأن عدد كبير من أسعار العرض والطلب يمكن التعرف عليها في الفترة الزمنية الوجيزة اللازمة للإتمام الصفقة. أي أن هناك صعوبة في الاتصالات ما بين المتعاملين أو تكلفة الاتصالات تكون باهظة. و يكون الفارق بين أسعار العرض والطلب واسع وتستغرق عملية إتمام الصفقة وقتا طويلا.

4- سعة السوق

تتميز الأسواق المالية بالشمولية أو الوساعة إذا نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والشارين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فان السوق تكون ضيقة. وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفارق بين سعري الطلب والعرض ضيقا.

5- حيوية السوق

عندما يختل التوازن بين العرض و الطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن و يحدث ذلك من خلال أوامر الشراء و البيع التي تأتي مباشرة بعد أي تغير طفيف في الأسعار مما يدل على حيوية السوق أي أن انجاز صفقة بيع أو شراء يتم بسرعة فائقة كما أن حجم التداول يكون كبيرا مما يجعل الأسعار تعكس كافة

¹⁰⁸ - سعر العرض *Ask or Offer Price* يكون دائما أعلى من سعر الطلب *Bid Price* عادة.

المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية و هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية External Efficient أو كفاءة المعلومات أو كفاءة السعر.

6- انخفاض تكاليف المبادلات

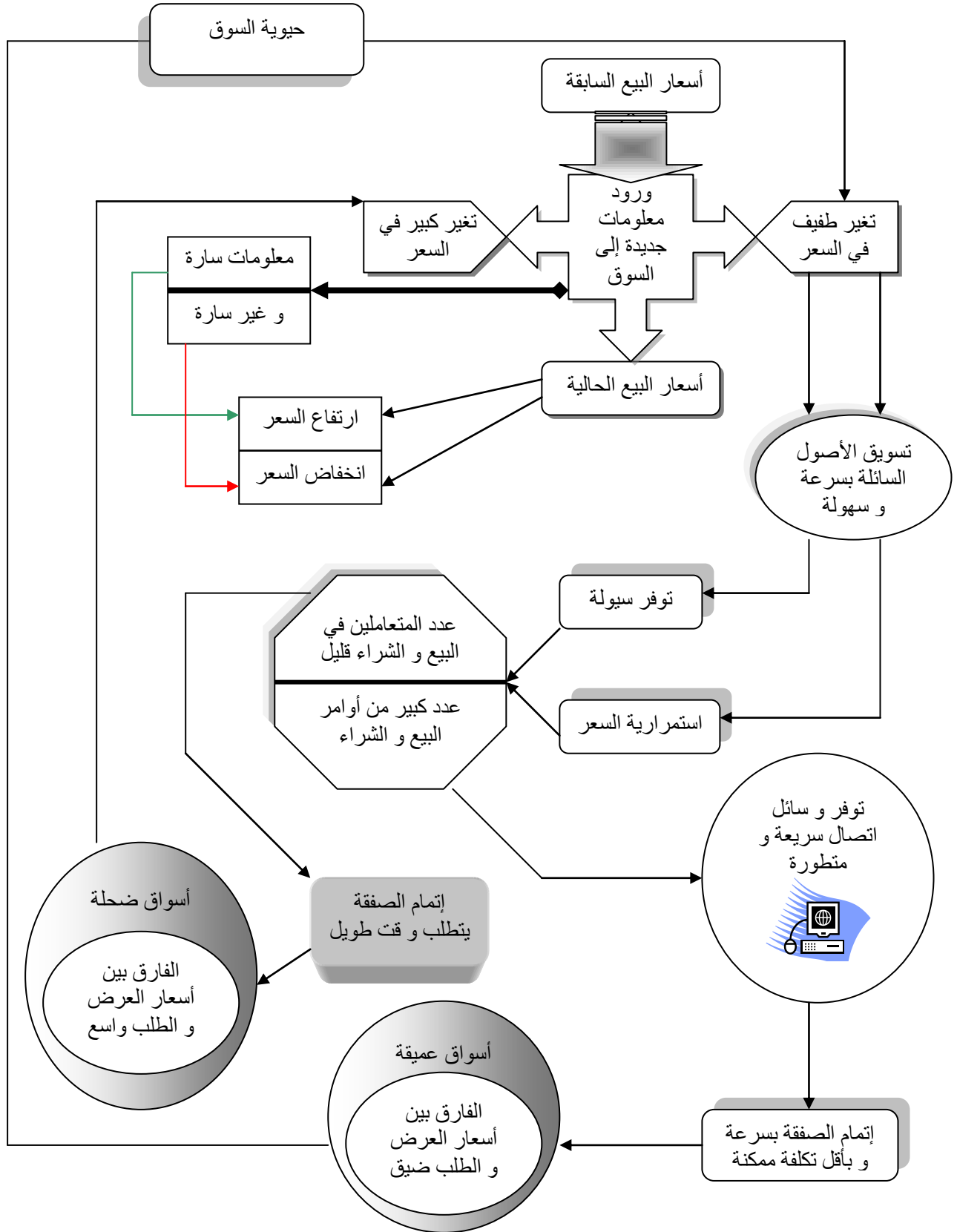
هذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية و أن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً بحيث تكون عمليات المقاصة وتسديد نقل الملكية سريعة Clearing Settlement and Transfer وإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول أن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية أو التشغيلية Internal Efficient.

7- قيود على التعامل

تهدف الأنظمة والقوانين والتشريعات وأجهزة الرقابة والإشراف على أسواق رأس المال إلى حماية المستثمرين وإلى المحافظة على الأمانة والصدق في التعامل مع عمليات تداول الأوراق المالية، ويتم ذلك من خلال عدة آليات لعل أهمها وجود قواعد صارمة للإفصاح عن المعلومات Disclosure of Information فشركات المساهمة التي تطرح أوراق مالية للاكتتاب العام في السوق الأولي يجب أن تتقدم إلى كافة المستثمرين المحتملين بالحقائق الأساسية حول نشاطات أعمالها، مركزها المالي، أدائها في الماضي القريب والحاضر وتوقعات المستقبل، بنية إدارتها ونوعية مديريها، خصائص وشروط الإصدار الذي تعرضه، و المخاطر الكامنة في الاستثمار لكي يحكموا بأنفسهم ما إذا كانت الأوراق المالية للشركة تمثل استثمار جيد. أما شركات المساهمة التي لها أوراق مالية قائمة يجري تداولها في البورصة فيتوجب عليها أن تفصح للجمهور باستمرار عن كل المعلومات المالية وغير المالية التي تؤثر على سعر أسهمها ليتمكن من اتخاذ قرار الاستثمار (بيع، شراء أو احتفاظ) ومن الضروري أن تكون المعلومات آنية شاملة دقيقة و تتدفق باستمرار. كذلك يتوجب على أسواق ووسطاء الأوراق المالية معاملة المستثمرين بصدق وأمانة ووضع مصالح الآخرين في المقام الأول.

* و يمكن تبين هذه الخصائص من خلال رسم بياني في الصفحة التالية يوضح أهم الآليات التي تعمل من خلالها الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية والتي تتميز بالحيوية، أي أن تكاليف المعاملات تكون منخفضة مما يجعل التغير في الأسعار طفيف نتيجة لورود معلومات جديدة إلى السوق. و هذا يسهل من عملية تسويق الأصول المالية وتوفير سيولة كافية داخل السوق، وبتزايد عدد أوامر البيع والشراء و تزامن ذلك مع توفر وسائل اتصال حديثة فان عملية إتمام الصفقة يكون في وقت وجيز مما يزيد في كفاءة السوق وحيويته، أما إذا كان عدد المتعاملين قليل و تزامن ذلك مع بطئ في عملية إتمام الصفقة فان السوق تكون ضحلة والتغيرات في السعر تكون كبيرة مما ينقص من حيوية السوق و كفاءته.

الشكل رقم (11): آليات عمل الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على المعطيات السابقة.

المبحث الثالث : العلاقة بين كفاءة السوق و نمو الإصدارات

تعمل شركات الاستثمار على تجميع المدخرات من أيدي الأفراد و استغلالها في استثمار الأوراق المالية و هذا العمل يعتبر في الواقع تنشيط لحركة أسواق رأس المال و من ضمنها سوق الإصدارات و يتوقف نشاط هذه الأخير على كفاءة السوق الثانوية في تحريك عمليات التداول و تصريف الإصدارات الجديدة و هذا الأخير مرتبط بكفاءة بورصة الأوراق المالية لكن قبل التطرق الى العلاقة بين كفاءة السوق و الإصدارات يجب أن نتناول مفهوم الاستثمار، أنواعه و القرارات الخاصة بالمستثمر ثم دور الكفاءة في تخصيص الاستثمارات.

المطلب الأول : مفهوم و أنواع الاستثمار

1- مفهوم الاستثمار

الاستثمار هو توظيف الأموال لفترة زمنية معينة للحصول على تدفقات نقدية في المستقبل تعويضاً للقيمة الحالية للأموال و مخاطر التضخم¹⁰⁹، لكن الاستثمار الذي يخصص هذا البحث هو الاستثمار المالي و الذي يقصد به عملية بيع و شراء الأوراق المالية أو بتعبير آخر توظيف الأموال السائلة في أصل من الأصول المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات، و في مقابل هذه الأصول تقوم مؤسسات الأعمال بإنشاء طاقة إنتاجية تتمثل في الاستثمارات الحقيقية¹¹⁰. و عليه نقول أن هناك علاقة تكاملية بين الاستثمار المالي و الاستثمار الحقيقي و منه نميز بين نوعين من الاستثمارات

- ◀ الاستثمارات العينية المباشرة (الحقيقية)
- ◀ و الاستثمار في أسواق المال (الاستثمار المالي)

2- الاستثمار الحقيقي : ويعني عملية شراء و تكوين الأصول الإنتاجية المستخدمة في العملية الإنتاجية مثل إقامة المصانع و العدد و الآلات مما يؤدي الى زيادة الدخل الوطني و حجم العمالة، و ينقسم بدوره إلى ثلاثة أقسام :

1-2- الاستثمار الثابت : يشير الاستثمار الثابت الى التجهيزات الثابتة اللازمة للعملية الإنتاجية مثل الآلات و المعدات و الإنشاءات و المصانع و هي تعمل على دعم القدرات الإنتاجية في المستقبل، و يمكن تقسيمه إلى ثلاثة أنواع¹¹¹:

للإستثمار في تكوين رأس المال الثابت الذي يساهم بصورة مباشرة في زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي مثل تأسيس المشاريع الصناعية و الزراعية و الخدمية.

¹⁰⁹ - أرشد فؤاد التميمي ، أسامة عزمي سلامة ، مرجع سبق ذكره ، ص 16-19.

¹¹⁰ - طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار دار المستقبل للنشر و التوزيع عمان/الأردن ، 1997 ، ص 15 بتصرف.

¹¹¹ - دريد كامل آل شبيب، الإستثمار و التحليل الاستثماري، دار البازوري لنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2009، ص 47.

للإستثمار في تكوين رأس المال الثابت الذي يساهم بصورة غير مباشرة في تعزيز القدرة الإنتاجية، ويساعد في توسيع الطاقة الإنتاجية في القطاعات الإنتاجية المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات مثل الطرق والجسور والهياكل الإرتكازية الأخرى.

للإستثمار في تكوين رأس المال الثابت الذي لا يساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في زيادة الطاقة الإنتاجية مثل المتاحف والتماتيل والنصب التذكارية... إلخ.

2-2- الإستثمار في المخزون : يتكون من الإضافات الى المواد الخام و المنتجات النهائية التي لم تسوق بعد كما تحتفظ المؤسسة بمخزون من المواد الخام و السلع التامة الصنع لمواجهة التغيرات في المستقبل. فالهدف منه هو تأمين استمرارية عملية الإنتاج و البيع دون توقف، لذا فإن هذا النوع من الإستثمار لا يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية.

2-3- الإستثمار السكني : ويشير الى الإستثمار في العقارات باعتبارها أصلا طويل الأجل.

3- الإستثمار في الأوراق المالية : توفر الأصول المالية المصدر الرئيسي لتمويل العمليات الإنتاجية ومن ثم يقابل الأصول المالية أصول عينية تؤدي الى زيادة الدخل، كما تعمل الأدوات المالية على تخصيص الموارد في الاستثمارات الأكثر كفاءة مما يزيد في حجم الإستثمار.

و تنقسم الاستثمارات في الأسواق المالية إلى سوقين هما :

✓ سوق التمويل قصير الأجل ومن أهم أجهزتها البنوك التجارية.

✓ سوق رأس المال طويل الأجل ومن أهم أجهزتها البورصة.

وفي كل سوق تتوفر أوراق مالية و أدوات عديدة لكل نوع من هذه الأسواق تعمل على الربط بين الادخار والاستثمار مما يساهم في زيادة الاستثمارات العينية.

4- الإستثمار الأجنبي : دوليا ينقسم الإستثمار الأجنبي إلى ثلاثة أقسام¹¹²:

← الإستثمار الأجنبي المباشر : ويتمثل في مشاريع وطاقات إنتاجية طويلة الأجل ملك لمستثمر يقيم خارج الحدود الإقليمية للدولة المضيفة.

← الإستثمارات المحفظة و الإستثمارات المتعلقة بالأوراق المالية الأجنبية.

← إستثمارات أجنبية في أدوات غير قابلة للتأجير مثل القروض والودائع والتسهيلات الائتمانية للتجارة والمدفوعات المستحقة على الديون.

¹¹² - مقال بعنوان : الإستثمار الأجنبي ، لبورصة الكويت على الموقع ، www.kuwaitse.com بتاريخ أوت 2005.

4-1- خصائص الاستثمار الأجنبي غير المباشر : للاستثمار الأجنبي خصائص تميزه عن الاستثمار المحلي وهذه الخصائص هي¹¹³:

- ✓ المرونة في اختيار أدوات الاستثمار نظرا لتعددتها وتنوعها من حيث العائد والمخاطر.
- ✓ تتصف أسواق الاستثمارات الخارجية المتطورة بالانتظام والتخصص والنمو والتعامل بكافة أنواع أدوات الاستثمار.
- ✓ التعدد النوعي والجغرافي لأدوات الاستثمار يؤدي إلى توزيع المخاطر وتقليل تأثيرها على عوائد المستثمرين.
- ✓ استخدام تكنولوجيا المعلومات ووسائل الاتصال الحديثة بشكل موسع و بسهولة مما يعكس على سرعة توفر المعلومات الكاملة للمستثمر وتوفر الأرضية المناسبة لاتخاذ القرار.
- ✓ وجود خبراء ومحللين ماليين وسامسة ومؤسسات متخصصة يمكن الاعتماد عليها لاختيار أدوات الاستثمار المرجحة و مجال الاستثمار المناسب.
- ✓ ارتفاع درجة المخاطرة الناجمة عن الظروف السياسية و الاجتماعية و الاقتصادية و القوانين الضريبية وارتفاع معدلات التضخم وتغير قيمة العملة.
- ✓ عدم الحصول على العائد الاجتماعي المتمثل في تعزيز الاستثمارات المحلية وزيادة الناتج المحلي والمساهمة في تشغيل قطاعات الاقتصاد الوطني.
- و الاستثمار في المحافظ المالية يسعى نحو الأرباح السريعة، في حين أن الاستثمار المباشر يهتم بالأرباح على المدى الطويل فهو يتجسد في شكل طاقات إنتاجية جديدة أو تملك طاقات إنتاجية قائمة و في مثل هذه الحالات يكون من الصعب تصفية المشروع أو إغلاقه أو بيع تلك الطاقات في الأجل القصير، فعملية تصفية المشروع تحتاج إلى بعض الوقت، بينما التخلص من الأوراق المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في البورصة¹¹⁴.
- ولا يمكننا في واقع الأمر أن نحدد أيا من أنواع التدفقات الرأسمالية هي الأنسب والأكثر ملائمة للدول النامية، حيث أن لكل دولة خصائصها وظروفها الاقتصادية و مرحلة من مراحل التنمية التي تمر بها وعلى الرغم من اتفاق العديد من الاقتصاديين على أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو الأفضل في أغلب الأحيان حيث أنه يزيد من معدلات الاستثمار لاسيما في القطاعات المنتجة، و يستخدم التكنولوجيا الحديثة التي تفتقر إليها البلدان النامية، و ينمي مهارات العمل و يرفع مستويات إنتاجيتهم و بالتالي مستويات معيشتهم، إلا أن هناك من يرى أن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يعمل على نفع الدول النامية بل إنه يستنفذ مواردها حيث أنه في كثير من الأحيان لا يستخدم التكنولوجيا الحديثة، كما أنه يوظف في مشروعات استهلاكية لا تعود بفائدة على الدول النامية، هدفها تحقيق العائد و تحويل أرباحها إلى الدولة الأم¹¹⁵.

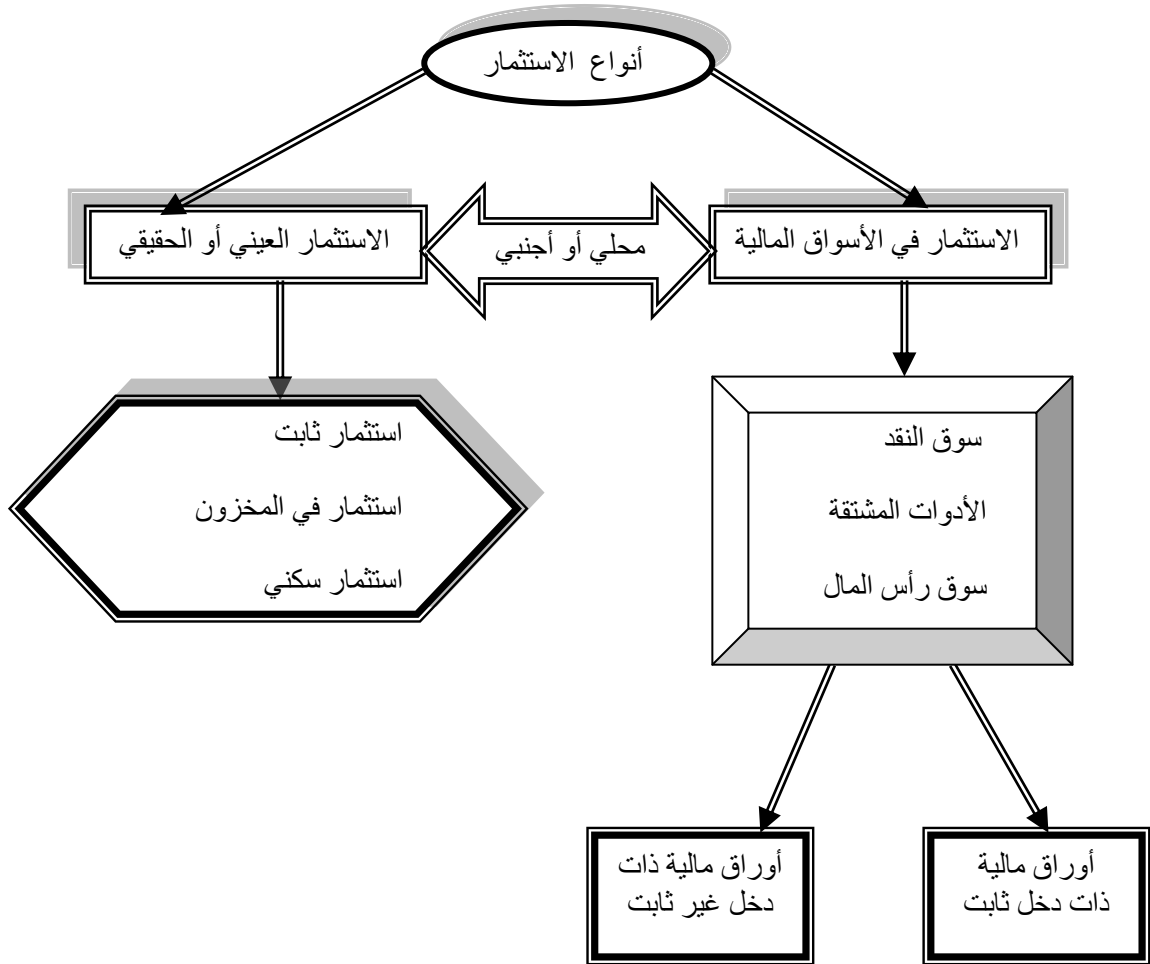
113 - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 49.

114 - سرمد كوكب جميل، المسؤولية الاجتماعية للاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة العلوم الإنسانية على الموقع الشبكي www.uluminsania.net

115 - شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى 2002، مؤسسة طبا، ص 20.

ويمكن توضيح أهم التقسيمات السابقة من خلال الرسم البياني التالي :

الشكل رقم (12) : أنواع الاستثمار



المصدر : إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2000، ص 7.

المطلب الثاني : المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

يهدف الاستثمار إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية، ويكون ذلك عن طريق تأجيل الاستهلاك الحالي لاستثمار المدخرات وتعظيم الثروة في المستقبل لذا لا بد على المستثمر أن يتخذ قرار المناسب من القرارات التي سنناقشها في النقطة التالية بعد أن يعرف القمة الزمنية للنقود

1- القيمة الزمنية للنقود وقرارات الاستثمار

يفضل المستثمرون في الأسواق المالية التدفقات النقدية التي يتسلمونها اليوم على تلك التي يتسلمونها مستقبلاً، لأنه في حالة حصولهم عليها اليوم يكون بإمكانهم إعادة استثمارها وتحقيق أرباح إضافية، لذا فالقيمة الزمنية للنقود تعني أن الدينار المتوقع الحصول عليه اليوم تكون أكبر من الدينار الذي نحصل عليه بعد عام، وعلى العكس من ذلك فإن الدينار الذي نحصل عليه بعد عام تكون قيمته أقل من الدينار الذي نحصل عليه اليوم¹¹⁶. وهكذا تتحول القيمة الزمنية للنقود إلى تفضيل زمني فلو أتيح لك الفرصة أن تختار بين استلام 1000 دينار اليوم وبين استلامها بعد عام، فانك بالتأكيد ستختار استلام المبلغ اليوم، لأنك تستطيع إعادة استثماره مرة أو عدة مرات خلال السنة وتحقيق أرباح إضافية، أما إذا لم يتوفر هذا المبلغ لديك اليوم فانك لن تستطيع الحصول على تلك الأرباح الإضافية، ويتم التعبير عن التفضيل الزمني للنقود بما يصطلح على تسميته في الإدارة المالية "بمعدل الخصم" أو "معدل العائد" و لتوضيح ذلك فان الـ 1000 دينار التي تستلمها اليوم بإمكانك إيداعها مثلاً في البنك لمدة عام بفائدة 10% والحصول على 100 دينار كربح ربوي ليصبح المبلغ المجموع لديك 1100 دينار في نهاية العام. ولكي نفهم القيمة الزمنية للنقود بشكل أكثر عمقا، لا بد من التطرق إلى أهم الطرق المستخدمة في تحليلها وهي:

1-1- القيمة المستقبلية : future value

يعد الهدف الأساسي من حساب القيمة المستقبلية للاستثمارات هو التوصل إلى ما يصبح عليه المبلغ المستثمر في نهاية العمر الافتراضي للاستثمار وهي تلك العملية التي نتوصل من خلالها إلى تحديد مقدار التدفقات النقدية النهائية في نهاية عمر الاستثمار في حالة كون الفائدة مركبة، و ينعكس ذلك على العائد الذي يصبح مركب أيضاً، في حالة إضافة المبلغ المستثمر إلى قيمة الفائدة المحققة، و العائد المركب يحسب بإضافة الفائدة إلى المبلغ الأصلي في نهاية كل سنة وتحسب الفائدة بعد الإضافة¹¹⁷. فالدولار الموجود معك اليوم له قيمة أكبر من دولار ستحصل عليه في المستقبل، لأنه إذا كان معك اليوم لأمكنك استثماره ليحقق عائداً، و ينتهي بأكثر من دولار في المستقبل، وتسمى عملية الانتقال من قيم اليوم أو القيمة الحالية Present value إلى القيمة المستقبلية Future value تركيب Compounding¹¹⁸ و في هذا الصدد نميز بين نوعين من القيمة المستقبلية.

¹¹⁶ - علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 113.

¹¹⁷ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار البازوري لعملية للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص 77.

¹¹⁸ - أوجين بريجهام، ميشيل إيهاردت، الإدارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الأول، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009/ ص 117.

1-2- القيمة المستقبلية لدفعات متساوية

هي سلسلة التدفقات النقدية المتساوية التي تتحقق للاستثمارات وتدفع خلال فترات ثابتة لعدد من السنوات و عادة تدفع في نهاية الفترة الزمنية المتفق عليها، بمعنى آخر أن الفائدة على المبلغ المستثمر التي تحسب في نهاية كل مدة الاستثمار ستضاف إلى أصل المبلغ المستثمر في السنة السابقة لكي نحصل على مبلغ استثمار جديد للفترة القادمة.

أي أن إجمالي المبلغ المستثمر في نهاية كل سنة هي عبارة عن المبلغ المستثمر الأصلي في أول المدة زائد فائدة السنة التي استثمر بها، وبذلك تكون الفائدة البسيطة والمركبة عبارة عن عائد على رأس المال المستثمر وتكونان متساويتين في نهاية السنة الأولى من عمر الاستثمار، في حين أن الفائدة المركبة تتزايد نتيجة ارتفاع مبلغ رأس المال بعد إضافة الفائدة عليه في نهاية كل سنة، وهذا يعني عدم ثبات قيمة الاستثمار الذي تحسب عليه الفائدة، ويمكن توضيح كيفية حساب الفائدة البسيطة والمركبة كما يلي¹¹⁹:

$$PV = \text{القيمة الحالية، نفترض أنها تساوي } \$100$$

$$i = \text{معدل الفائدة الذي يدفعه البنك على الحساب، } i = 5\%$$

$$INT = \text{الدولارات التي تكسبها من الفائدة خلال السنة} = 0.05 * 100 = \$ 5$$

$$FV_n = \text{القيمة المستقبلية}$$

$$n = \text{عدد الفترات المشمولة في التحليل ولنفترض أنها } = 1 \text{ سنة.}$$

و لذلك يمكن حساب القيمة المستقبلية كما يلي:

$$\boxed{FV_n = FV_1 = PV + INT = PV + PV(i) = PV(1+i) = 100(1+0.05) = 100 * 1.05 = 105}$$

وبذلك تكون القيمة المستقبلية *Future value* في نهاية سنة واحدة FV_1 مساوية للقيمة الحالية مضروبة في واحد مجموعاً عليها معدل الفائدة، لذلك سيصبح لديك $\$105$ في نهاية سنة واحدة، لكن ما الذي ستنتهي إليه إذا تراكمت $\$100$ في حسابك لمدة خمس سنوات؟

و فيما يلي خط زمني يبين القيمة في نهاية كل سنة.

	0	1	2	3	4	5
<i>initial deposit</i> 100	-	$FV_1 = ?$	$FV_2 = ?$	$FV_3 = ?$	$FV_4 = ?$	$FV_5 = ?$
<i>earned interest</i>		5.00	5.25	5.51	5.79	6.08
Amount at the end Of each period		105.00	110.25	115.76	121.55	127.63

¹¹⁹ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، مرجع سبق ذكره، ص 118.

من الرسم البياني يمكن ملاحظة النقاط التالية:

- ◀ إيداع \$100 في الحساب، يبين هذا على أنه تدفق نقدي صادر عند الوقت $t=0$.
- ◀ أنت تكسب $5 = 0.05 * 100$ خلال السنة الأولى، لذلك تصبح القيمة في نهاية السنة الأولى \$ 105
- ◀ تبدأ السنة الثانية و معك 105 دولار تكسب 5.25 دولار على هذا المبلغ الأكبر، و تنتهي السنة الثانية و معك \$110.25، لقد كانت فائدتك خلال السنة الثانية \$5.25 و هي أعلى من فائدة السنة الأولى البالغة \$5 لأنك كسبت فائدة قدرها $0.25 = 5 * 0.05$ على الفائدة التي كسبتها في السنة الأولى.
- ◀ و تستمر هذه العملية في كل سنة حيث تزداد الفائدة السنوية المكتسبة على الفائدة و هذا ما يسمى بالفائدة المركبة، و تكون إجمالي الفائدة المستقبلية عند $t=5$:

$$FV_5 = 100(1.05)^5 = 127.63$$

و بصفة عامة يمكن حساب القيمة المستقبلية لمبلغ ابتدائي في نهاية السنة n بتطبيق المعادلة التالية:

$$FV_n = PV(1+i)^n \dots\dots\dots(1)$$

1-3- القيمة المستقبلية لدفعات متعددة

يتم حساب القيمة المستقبلية لمجموعة من المبالغ المستثمرة غير متساوية في تواريخ متعددة، من خلال حساب القيمة المستقبلية لمجموعة الودائع التي تضاف إلى المبلغ الأصلي في أوقات متعددة، فلو فرضنا أن أحد المستثمرين أودع في البنك في نهاية كل سنة المبالغ التالية¹²⁰:

\$20000	السنة الأولى
\$25000	السنة الثانية
\$30000	السنة الثالثة
\$35000	السنة الرابعة
\$40000	السنة الخامسة

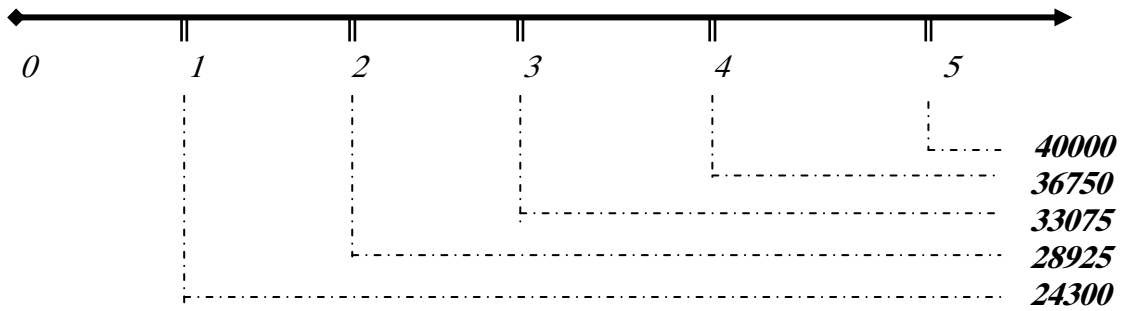
و لمدة خمس سنوات، فما هو المبلغ الذي يحصل عليه في نهاية السنوات المذكورة؟ لغرض حساب القيمة المستقبلية سنقوم بإضافة الفائدة على المبلغ المستثمر في السنة الأولى لمدة أربع سنوات، والمبلغ في السنة الثانية لمدة ثلاث سنوات و المبلغ في السنة الثالثة لمدة سنتين والمبلغ في السنة الرابعة لمدة سنة واحدة، أما المبلغ المودع في السنة الخامسة فلا يتم احتساب الفائدة عليه و يمكن التوصل إلى النتيجة كما يلي:

¹²⁰ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 79.

القيمة المستقبلية للاستثمارات لدفعات متعددة :

القيمة المستقبلية	المعامل $(1+i)^n$	فترة الاستثمار	المبلغ المستثمر	نهاية السنة
24300	1.215	4	20000	الأولى
28925	1.175	3	25000	الثانية
33075	1.1025	2	30000	الثالثة
36750	1.05	1	35000	الرابعة
40000	1	0	40000	الخامسة
163050	/	/	150000	المجموع

إذن القيمة المستقبلية لمجموع المبالغ المستثمرة لدفعات متعددة = 163050 يمكن التعبير عنها بالرسم البياني التالي:

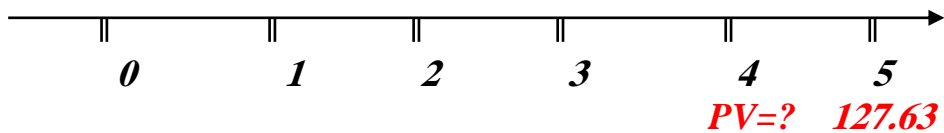


المجموع القيم المستقبلية للمبالغ المستثمرة 163050

1-4- القيمة الحالية

القيمة الحالية للتدفق النقدي المستحق بعد n سنة في المستقبل هي الكمية التي إذا وجدت في اليد الآن يمكن أن تنمو إلى كمية مستقبلية مساوية لها. ونظراً لأن 100 دولار ستتمو إلى 127.63 دولار بعد 5 سنوات بمعدل فائدة 5% فتكون القيمة الحالية لـ 127.63 دولار المستحقة بعد 5 سنوات عندما يكون معدل تكلفة الفرصة البديلة 5%.

و يسمى إيجاد القيمة الحالية خصماً *Discounting* وهو عكس الفائدة فإذا عرفت *PV* يمكنك الاعتماد على الفوائد المركبة فحساب *FV* بينما إذا عرفت *FV* يمكنك الاعتماد على الخصم لحساب *PV*، وعند الاعتماد على الخصم يجب أن نتبع الخطوات التالية¹²¹:



¹²¹ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، مرجع سبق ذكره، ص 119.

إيجاد معادلة معدل الخصم، نبدأ بمعادلة القيمة المستقبلية أي المعادلة رقم (I) :
وبعد ذلك نستخرج قيمة PV في عدة صيغ متكافئة:

$$PV = \frac{FV_n}{(1+i)^n} = FV_n \left(\frac{1}{1+i} \right)^n = FV(PVIF_{i,n})$$

1-5-5- قرارات الاستثمار : وعلى أساس القيمة الحالية والسوقية يتخذ المستثمر عدة قرارات يمكن تلخيصها فيما يلي :

1-5-1- قرار الشراء : يتخذ المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد و المخاطرة تزيد عن سعرها السوقى، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها مستقبلا¹²².

1-5-2- قرار عدم التداول : يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر في الارتفاع إلى النقطة التي يتساوى فيها السعر السوقى مع القيمة الحالية للورقة. وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثمارى في هذه الحالة هو عدم التداول لأن المستثمر عند هذه النقطة لا يستطيع تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلياً¹²³.

1-5-3- قرار البيع : بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر السوقى مع القيمة الحالية تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي يرى أن القيمة السوقية في تلك اللحظة أقل من القيمة الحالية مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة الحالية، وهكذا يرتفع السعر السوقى عن القيمة الحالية مولدا بالتالي حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع¹²⁴.

فعملية شراء وبيع الأسهم تعطي فرصة للربح السريع إذا تحققت التوقعات، لكن قد يتعرض المضاربين لخسارة سريعة رغم تميزهم بالسلوك الرشيد الذي يحميهم من الخسائر المتوقعة¹²⁵، لذا لا يوجد قرار أمثل للمتاجرة في الأوراق المالية لأنه لا يحيط بالمثالية ولكن في غالب الأحيان يمكن اختيار القرار الأفضل¹²⁶.

وبهذا المفهوم يمكن ملاحظة ثلاثة أنواع من القرارات، يمكن تلخيصها في الشكل البياني التالي :

¹²² - محمد مطر، فايز التيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2005، ص 18.

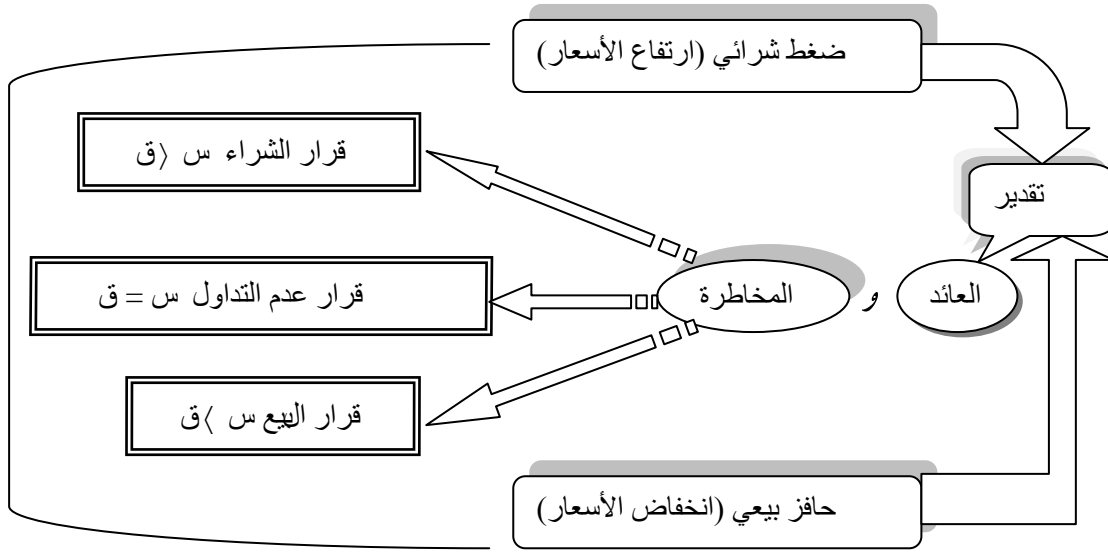
¹²³ - محمد مطر، فايز التيم، المرجع السابق، ص 18.

¹²⁴ - محمد مطر، فايز التيم، المرجع السابق، ص 18.

¹²⁵ - Roger Hardman, *Investor's Handbook. Stock and shares. A practical guide for the first-time investor*; 3rd edition 1987. page 23.

¹²⁶ - Christain Hurson, *Constantin Zopounidis ; gestion de portefeuille et analyse multicritère, Economica, Paris*, page 15.

الشكل رقم (13): أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: مروان شموط، كينجو عبود كينجو، أسس الإستثمار،

الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة/مصر، 2008 م، ص 40.

كيف يستطيع المستثمر أن يقرر فيما إذا كان السهم مقيم بأكبر مما يجب "Over-valued" أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل، أو أنه مقيم بأقل مما يجب "Under-valued"؟

يكن الإجابة على هذا التساؤل من خلال استخدام مفهوم القيمة الحقيقية "Intrinsic Valued" ففي هذه الحالة إذا كانت كل المعلومات متوفرة بخصوص النمو المستقبلي المتوقع للشركة، وبيانات المبيعات لدى الشركة، التكاليف التشغيلية و هيكل الصناعة التي تعمل به الشركة فإنه يمكن دراسة هذه المعلومات و بالتالي تقدير القيمة الحقيقية للسهم، وهذا ما يتم به تقييم الأوراق المالية.

2- تقييم الأسهم والسندات

إن التقييم على أساس العائدات المستقبلية هي الطريقة الأكثر حركية وتعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة و هو المبدأ الذي تقوم عليه البورصات (التوقعات المستقبلية). أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في السعر الحالي للسهم، أي القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المتمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية للسهم (القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر في السوق)

D_t : التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى إلى السنة n .

K_e : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر (معدل الخصم).

مثال: إذا كان سعر السهم العادي (X) في السوق الثانوية هو 200 دينار، وإذا كان المساهم الذي أقدم على شرائه يتوقع أرباحاً موزعة تقدر بـ: 18، 20، 21، 22، 23 دينار للسنوات الخمس القادمة على التوالي، كما يتوقع أن يبيع هذا السهم بـ 240 دينار¹²⁷، فما هي القيمة الحالية أو الحقيقية لهذا السهم إذا كان معدل الخصم يقدر بـ 10 % ؟

$$P_0 = \frac{18}{1.1} + \frac{20}{1.1^2} + \frac{21}{1.1^3} + \frac{22}{1.1^4} + \frac{23}{1.1^5} + \frac{240}{1.1^5} = 226.99$$

أما إذا كان مقدار العائد يقدر بـ 14 % فإن القيمة الحالية : $P_0 = 194.97$ و من مصلحة هذا المستثمر ألا يستثمر في هذا السهم. ويمكن لنموذج التوزيعات الموضح في المعادلة أن يأخذ عدة أشكال حسب معدل نمو التوزيعات، إذا كان ثابتاً أو نمو صفري أو نمو غير ثابت n.

هناك ثلاثة أنواع من نماذج التوزيعات و هي :

- نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model
- نموذج النمو الثابت Constant-Growth Model
- نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

2-1- نموذج النمو الصفري Zero-Growth Model

يحصل المستثمر في هذه الحالة على عائد دوري ثابت، أي أن التوزيعات تنمو بمعدل يساوي إلى الصفر مثل الأسهم الممتازة، و يتم تقييم الأسهم في هذه الحالة وفقاً للمعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_e} \quad \text{حيث أن } P : \text{يمثل القيمة الحقيقية للسهم}$$

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e : سعر الخصم المناسب و هنا يمثل معدل العائد المطلوب.

و لتوضيح هذه الحالة نفترض أن التوزيعات النقدية لإحدى الشركات كانت 1.14 دولار للسهم الواحد و كان العائد المطلوب من المستثمر هو 12.2 % يصبح تقييم السهم كالتالي: $P = 1.14 / 0.122 = 9.34\$$. فإذا كان سعر السهم في البورصة هو 8 دولارات مثلاً ينصح بشراء السهم لانخفاض تقييم السوق للسهم عن القيمة الحقيقية له، أما إذا كان سعر السهم في البورصة 10 دولارات مثلاً فينصح بعدم الاستثمار في هذه الورقة كون سعر السوق مغالى فيه.

و بطريقة عكسية يمكن حساب معدل العائد المتوقع من الاستثمار في السهم بمعرفة آخر توزيع تم دفعه و

$$K_e = \frac{D_t}{P}$$

و بالرجوع إلى المثال السابق، و بالاعتماد على السعر الجديد الذي بلغه السهم هو 8 دولارات، و كون معدلات نمو التوزيعات صفرية أي 1.14 دولار للسهم الواحد سنوياً، يصبح العائد المتوقع كالتالي:

¹²⁷ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الأول، الطبعة الأولى 2011، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، ص 82.

$$\% 14.25 = 0.1425 = 8/1.14 = K$$

و ينصح المستثمر بشراء السهم، كون العائد المتوقع (14.25 %) أكبر من العائد المطلوب في بداية المثال وهو 12.2 %.

إلا أن هذا النموذج يفترض بعدم نمو التوزيعات و بالتالي لا يكون من المناسب استخدام هذا الأسلوب في تقييم أسهم الشركات التي تتصف لديها التوزيعات بالنمو الثابت.

2-2- نموذج النمو الثابت *Constant-Growth Model*

يعتبر نموذج غوردون وشابيرو *Gordan and shapiro* صورة مثلى لهذه الطريقة، ويفترض هذا النموذج وجود توزيعات دائمة من طرف الشركة و بالتالي فلا أثر لفوائض القيمة في هذا النموذج.

$$P = D_t / (K_e - g) = \frac{D_0(1+g)}{(K_e - g)}$$

حيث أن P : يمثل القيمة الحقيقية للسهم أو القيمة النظرية للسهم

D_t : توزيعات الأرباح المتوقعة

K_e : سعر الخصم المناسب أو معدل الربحية المرتقب من طرف المساهم.

G : معدل نمو توزيعات الأرباح

لنفترض أن شركة ما قامت بتوزيع 3 دولار للسهم الواحد العام الماضي ويتوقع أن تنمو نسبة التوزيع بحوالي 10 % سنويا.

ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة إذا كان معدل العائد في السوق هو 12 % باستخدام النموذج أعلاه فإن سعر السهم سيكون:

$$\frac{3(1+0.10)}{(0.12-0.10)} = \frac{3.3}{0.02} = 165\$$$

و يستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز بتوزيعات الأرباح فيها بالثبات، ومعظم الشركات الكبيرة يمكن تقييم أسهمها من خلال استخدام هذا النموذج، لكن هذا النموذج لا يصلح لتقييم أسهم الشركات الناشئة التي هي في طور النمو. لذلك يتم استخدام نموذج التوزيعات المتغيرة¹²⁸.

حساب معدل نمو التوزيعات g :

لحساب هذا المعدل يجب توفر معطيات تاريخية حول السهم، و توقعات المحللين للتوزيعات المستقبلية، مع وجوب أن يكون معدل الربحية K_e أكبر من معدل نمو التوزيعات g ، فإذا توقع المستثمر أن نتائج و توزيعات الشركة (X) ستتضاعف خلال 5 سنوات، و كانت الربحية التي يرغب المساهمون في تحقيقها 20 % و كان آخر توزيع من طرف الشركة هو 5 دولارات للسهم الواحد.

128 - إبراهيم كراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، أبو ظبي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2005، ص 30.

لحساب معدل نمو التوزيعات نفترض أن D_0 هي التوزيعات الحالية، و D_1 هي التوزيعات بعد 5 سنوات، وحيث أن التوزيعات تتضاعف بعد 5 سنوات يصبح:

$$\begin{aligned} D_1 &= 2 \times D_0 \\ D_0 \times (1+g)^5 &= D_1 \\ D_0 \times (1+g)^5 &= 2 \times D_0 \\ (1+g)^5 &= 2 \\ g &= 2^{1/5} - 1 \\ g &= 0.1487 \end{aligned}$$

وبالتالي فإن معدل نمو التوزيعات هو 14.87% للسنوات الخمس القادمة، و حسب فرضية النموذج استمرار نمو التوزيعات تتحقق صيغة النموذج كما يلي:

$$P_0 = 5 / (0.2 - 0.1487) = 97.46\$$$

على الرغم من بساطة هذا النموذج وشيوع استخدامه بين المحللين الماليين إلا أنه يعاني من بعض المحددات وفق التالي¹²⁹:

- ✓ يطبق فقط على الشركات التي تتسم بأرباحها بالاستقرار.
- ✓ معدل الأرباح مستلزم إلى مالا نهاية في المستقبل.
- ✓ يجب أن يكون معدل الخصم k أكبر من معدل النمو g .

وفي كل الأحوال إذا تم التسليم بالمحدد الأول والثاني، فإن مشكلة النموذج تبقى قائمة في المحدد الثالث. فإذا كان معدل الخصم k أقل من معدل النمو g تكون نتيجة النموذج سالبة، وقيمة السهم كذلك ومثل هذه النتيجة غير منطقية.

لذلك تم معالجة هذا النموذج رياضياً لتشغيله و تجاوز المشكلة بين معدل الخصم و معدل النمو وفق التالي:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]$$

لنفترض أن مقسوم الأرباح الحالي لسهم إحدى الشركات 2 دينار و يتوقع أن ينمو بمعدل 10% سنوياً ولمدة 20 سنة قادمة. فما هي قيمة السهم إذا علمت أن معدل الخصم هو 8%.

$$P_0 = \frac{2(1+0.10)}{(0.08-0.10)} \times \left[1 - \left(\frac{1+0.1}{1+0.08} \right)^{20} \right] = 48.77$$

2-3- نموذج النمو المتغير Variable-Growth Model

ويستخدم هذا النموذج في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز بتوزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار، وترتبط هذه الحالة عادة بالمؤسسات الحديثة النشأة، حيث يكون المعدل في البداية منخفض بسبب إعادة استثمار

¹²⁹ - أرشد فواد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار البازوري للنشر و التوزيع، الأردن/عمان، 2010، ص 196

الأرباح، ثم يتزايد هذا المعدل إلى غاية مرحلة النضوج ثم يبدأ في الانخفاض إلى أن يستقر في مستوى معين ويتم حساب قيمة السهم كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \times \frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2}$$

حيث أن : P : يمثل القيمة الحقيقية للسهم

D_0 : توزيعات الأرباح المتوقعة في المرحلة الأولى

D_n : توزيعات الأرباح خلال فترة النضوج

K_e : سعر الخصم المناسب

g_1 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح للمرحلة الأولى.

g_2 : نسبة النمو المتوقعة في توزيعات الأرباح لمرحلة النضوج.

فعلى سبيل المثال قامت إحدى الشركات بتوزيع الأرباح على المساهمين بمعدل 3 دولار للسهم الواحد في العام الماضي و يتوقع أن تنمو الأرباح الموزعة بنسبة 21% لمدة 5 سنوات ثم تعود لتستقر النسبة على معدل 6%، ما هي القيمة التي يمكن أن تعطىها لسهم هذه الشركة علما بأن العائد المطلوب للاستثمار هو 14%¹³⁰.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \times \frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2}$$

$$P_0 = \frac{3(1+0.21)}{0.14-0.21} \times \left[1 - \left(\frac{1+0.21}{1+0.14} \right)^5 \right] + \left(\frac{1+0.21}{1+0.14} \right)^5 \times \frac{3(1+0.06)}{0.14-0.06} = 17.99 + 53.54 = 71.54$$

قيمة السهم في ضوء النمو في التوزيعات الأولى والثانية 71.54 دولار، فإذا كان سعر سهم هذه الشركة يتداول في السوق بمبلغ 80 دولار معنى ذلك أن هذا السهم مقيم بأكبر مما يجب و بالتالي يجب التخلص منه، وإذا كان مثلا يتداول بسعر 65 دولار معنى ذلك أن السهم مقيم بأقل مما يجب و بالتالي فإنه جيد للاستثمار.

2-4- تقييم السندات

عند تقييم السند يجب أن يتم الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، وبسبب هذه الحقيقة فإن قيمة النقود التي تمتلكها الآن أكبر من قيمة النقود المتوقع استلامها في المستقبل.

مثال : أصدرت شركة الأسمدة سند بقيمة اسمية تبلغ 100 دولار و بسعر فائدة مقداره 10% سنويا، ما هي

القيمة الحقيقية التي يمكن أن تعطىها لهذا السند إذا كان معدل العائد في السوق هو 12% علما بأن فترة استحقاق السند تبلغ 5 سنوات. كون أن الفائدة تدفع سنويا فإن حامل هذا السند سيحصل على 10 دولار سنويا لمدة 5 سنوات بالإضافة إلى مبلغ 100 دولار في نهاية السنة الخامسة، ولمعرفة القيمة الحقيقية لهذه التدفقات يتم استخدام أسلوب القيمة الحالية لتقدير ذلك¹³¹.

¹³⁰ - إبراهيم كراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، أبو ظبي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، 2005، ص 31.

¹³¹ - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 48/47.

الفترة	التدفقات	معامل الخصم 12 %	القيمة الحالية
1	10	0.893	8.93
2	10	0.797	7.97
3	10	0.712	7.12
4	10	0.636	6.36
5	10	0.567	62.37
	110		92.75

أما لو كان سعر الفائدة يدفع كل ستة أشهر فإنه يتم احتساب القيمة الحالية و ذلك بمضاعفة المدة، أي ستكون عشرة فترات بدلا من 5 فترات و يتم استخدام نصف العائد على السند أي 5 % بدلا من 10 %

الفترة	التدفقات النقدية	معامل الخصم 6 %	القيمة الحالية
1	5	0.943	4.72
2	5	0.890	4.45
3	5	0.840	4.2
4	5	0.792	3.96
5	5	0.747	3.74
6	5	0.705	3.53
7	5	0.665	3.33
8	5	0.627	3.14
9	5	0.592	2.96
10	105	0.558	58.59
			92.62

من خلال احتساب قيمة السند يلاحظ أن هذا السند يباع بخصم على أساس أن قيمته أقل من قيمته الاسمية 100 دولار، ويجب أن يكون كذلك حتى يعطي حافز إلى المستثمر لشراء هذا السند و لتعويضه عن العائد الذي يمكن أن يحققه هذا المستثمر لو ذهب إلى الاستثمار في قنوات أخرى كالودائع لدى البنوك مثلا¹³².

3- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار :

تختلف إستراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، و تتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية¹³³ :

● الربحية *Profitability*

● السيولة : *Liquidity*

● الأمان : *Safety*

و يعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبر عن ميله اتجاه السيولة و الأمان بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه فالمستثمر دوما يطلب عائد أكثر ارتفاعا من الخطر المتوقع لأن العائد المرتفع على أمواله

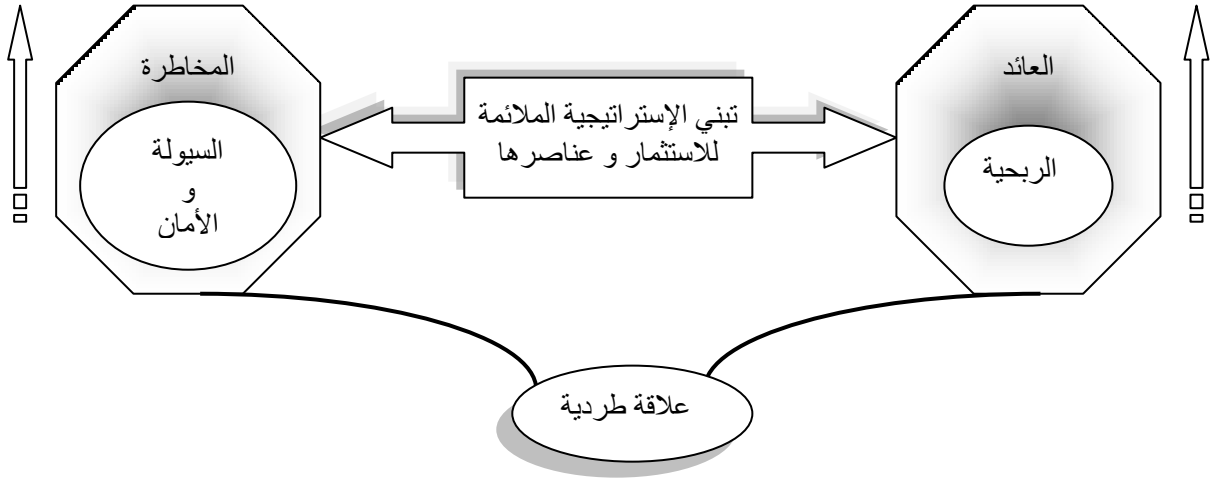
¹³² - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره ، ص 48.

¹³³ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ص 20 - 25.

يكون على الأصول الأكثر خطراً¹³⁴. وعلى هذا الأساس فالمنحنى التفضيلي لمستثمر ما هو ذلك المنحنى الذي تقع عليه جميع النقاط الممثلة بدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة *trade-off* بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى.

والشكل التالي يبين أهم العلاقات بين المقومات الأساسية للاستثمار:

الشكل رقم (14): المقومات الأساسية للاستثمار



المصدر : مروان شموط، كينجو عبود كينجو، أسس الإستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة/مصر، 2008 م، ص 40 بتصرف.

ويوجد نموذجين أساسيين لشرح العلاقة بين العائد والمخاطرة، نموذج السوق ونموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) le méthode d'équilibre des actifs financière.

4- نموذج السوق

يتميز هذا النموذج بالبساطة نسبياً، حيث أقترح من طرف *Sharpe* سنة 1963 و يحتوي على أن مردودية السند أو عائده هو دالة خطية في عائد محفظة السوق¹³⁵، و الصيغة الرياضية للنموذج هي:

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{mt} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن : r_{it} : عائد السند (i) خلال الفترة (t).

r_{mt} : عائد محفظة السوق خلال الفترة (t).

β_i, α_i : الثوابت المتوقعة للسند.

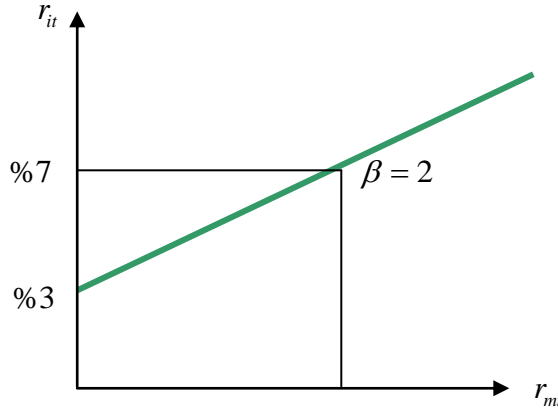
ε_{it} : العائد المتبقي.

¹³⁴ - Pascal GRANDIN : *Mesure de performance des fonds d'investissement, Methodologie et resultat, Economica 1998, Paris, page 18.*

¹³⁵ - Pascal GRANDIN : *Op cit, page 18.*

نموذج السوق ليس مدعم بأي نظرية فهو يفترض بأن كل من الميل β و الحد الثابت α يكون ثابت طوال فترة التقدير، و هذا الافتراض هو افتراض متطرف غير واقعي، خصوصا إذا كانت السلسلة الزمنية طويلة. وإذا افترضنا أن $\alpha = 3, \beta = 2$ فإن العائد المتوقع في دالة السوق يأخذ الشكل البياني التالي:

الشكل (15): نموذج السوق Le modèle de marché



Source: Pascal GRANDIN : *Mesure de performance des fonds d'investissement, op.cit, p 19.*

فإذا كان العائد المتوقع في السوق 2% فعائد السند يرتفع إلى 7% و هكذا يمكن تتبع باقي نقاط المنحني، وإذا كان عائد السوق موجب فلا يمكن أن يكون العائد المتوقع للسند سالب¹³⁶.

5- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

لقد تم تطوير هذا النموذج Capital Asset Pricing Model عن طريق كل من شارب (Sharpe, 1964) و لينتير (Lintner, 1965) و بلاك (Black, 1964). وهذا النموذج يقيس مخاطرة الورقة المالية عن طريق قياس حساسية التغير في عائد الورقة المالية بالنسبة للتغير في عائد السوق، و المخاطرة في هذا النموذج تقاس بمعامل بيتا $Beta$ Coefficient، و يعتمد هذا النموذج في تفسير العلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة على جملة من الافتراضات¹³⁷:

- ☒ أن المستثمرين لا يمكن أن يؤثروا على الأسعار عن طريق تعاملهم الفردي.
- ☒ جميع المستثمرين يخططون لفترة اقتناء واحدة.
- ☒ المستثمرون يشكلون محافظهم الاستثمارية من عدد كبير من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالي.
- ☒ يستطيع المستثمرون الإقراض والاقتراض بمعدل خالي من المخاطر $Risk Free Rate$.

¹³⁶ - Pascal GRANDIN : *Mesure de performance des fonds d'investissement, op.cit, p 19.*

¹³⁷ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate Finance. دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة 2010م، 1431 هـ، عمان / الأردن، ص 148.

☒ جميع المستثمرين راشدين ويشكلون محافظ استثمارية كفؤة أي المحفظة التي تعطي أعلى عائد متوقع بأقل مخاطرة ممكنة.

☒ جميع المستثمرين يملكون الورقة المالية بنفس الطريقة ولهم نفس التوقعات، وبالتالي تكون تقديراتهم متطابقة *Identical* للتوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية من الاستثمار في الأوراق المالية. طبعاً هذه الافتراضات ليست جميعها واقعية، ولكن ليس المهم هو واقعية أو عدم واقعية هذه الافتراضات وإنما هل يمكن وبمساعدة هذه الافتراضات بناء نموذج نستطيع من خلاله تفسير سلوك أسعار الأوراق المالية في السوق المالي.

5-1- مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للمخاطرة

يقسم هذا النموذج المخاطرة على نوعين:

☞ مخاطر غير منتظمة: Nonsystematic Risk

وتسمى أيضاً بمخاطر الشركة *Firm Specific Risk* أو مخاطر التنوع *Diversifiable Risk* وهي مخاطر الشركة أي المخاطر الناتجة عن عوامل خاصة بالشركة المراد الاستثمار بها وتكون مستقلة عن العوامل التي تؤثر في النشاط الاقتصادي ككل ومن الأمثلة عليها حدوث إضراب في تلك الشركة، الأخطاء الإدارية داخل الشركة، المنافسة التي تواجهها الشركة من قبل الشركات التي تعمل في نفس مجال عملها. والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي التي تنتج سلعا استهلاكية غير معمرة مثل شركات السجائر وشركات المشروبات الغازية وما شابهها¹³⁸.

وتعتبر هذه المخاطر مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنوع *Diversification* عند تكوين المحفظة الاستثمارية، أي توزيع مبلغ المحفظة على أصول مختلفة، ولكي ينجح التنوع يجب أن يكون معامل الارتباط سالب و قويا بين هذه الأصول .

وقد دلت الدراسات والأبحاث في هذا المجال على أنه يمكن الحصول على مزايا التنوع عند تكوين محفظة استثمارية تتكون من 15 - 30 ورقة مالية يتم اختيارها عشوائيا من الأوراق المالية التي يتم تداولها بنشاط في السوق المالية، أي ما يسمى بالتنوع البسيط *Naïve Diversification* .

☞ مخاطر منتظمة : systematic Risk

وتسمى أيضاً بمخاطر السوق، أو مخاطر عدم التنوع *Non-Diversifiable Risk* وهي المخاطر الناجمة عن العوامل التي تؤثر في السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية كالحروب والاضطرابات والكساد والتضخم وارتفاع معدلات أسعار الفائدة، حيث تتأثر جميع الأوراق المالية بهذه العوامل وبدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطر المنتظمة مرتفعة في

138 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية *Corporate Finance*، مرجع سبق ذكره، ص 149.

الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية وفي الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران وفي الشركات التي تشكل التكاليف الثابتة نسبة كبيرة من تكاليفها الكلية.

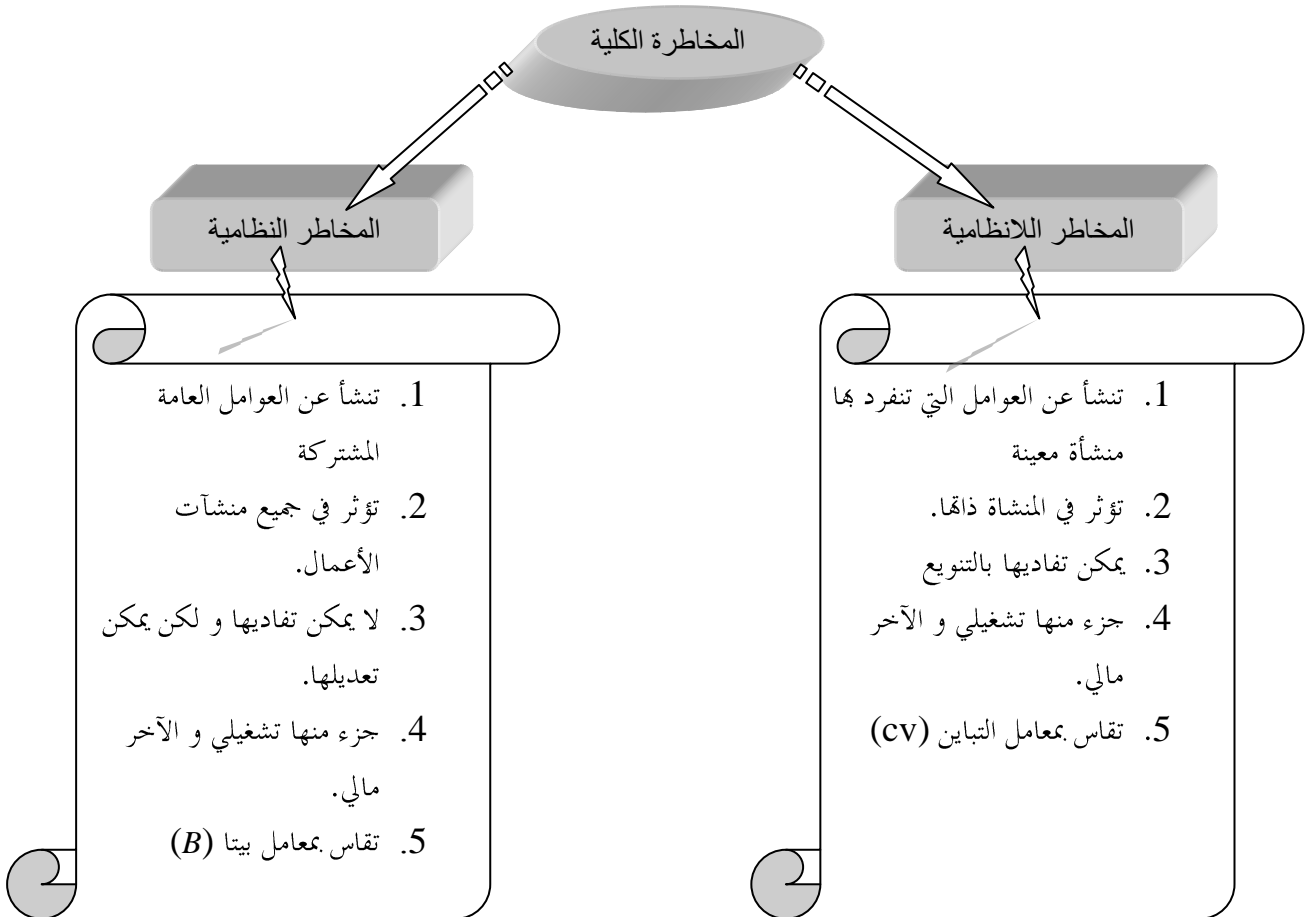
و حاصل جمع المخاطرتين أعلاه هو المخاطرة الثالثة أي الكلية *Total Risk* التي تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد، وكما يتضح ذلك من المعادلات الآتية¹³⁹:

$$\text{Total Risk} = \text{Systematic Risk} + \text{Unsystematic Risk}$$

$$\text{Un diversifiable Risk} + \text{Diversifiable Risk}$$

المخاطرة الكلية = المخاطرة النظامية + المخاطرة اللانظامية
المخاطرة غير القابلة للتنويع + المخاطرة القابلة للتنويع

ويعبر (*Gup*) عن تصنيف المخاطرة في شكل توضيحي كما هو مبين في الشكل التالي:
الشكل (16): تصنيف المخاطرة

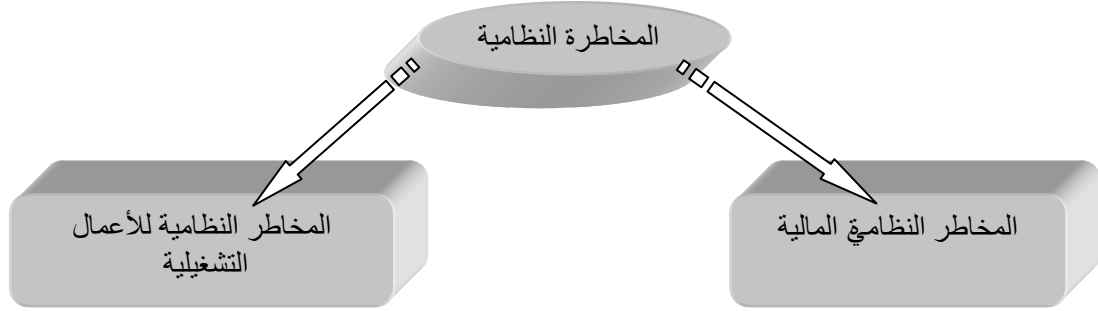


المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، إثراء للنشر

و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 37.

✍ وينشأ التقلب في عوائد المنشأة بسبب المخاطرة النظامية من نوعين من المخاطرة هما : مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية، أي أن المخاطرة النظامية جزءان، ويوضح ذلك الشكل البياني التالي:

الشكل (17): أنواع المخاطرة النظامية



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، إثناء للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 38.

وتشير المخاطر النظامية للعمال إلى درجة التقلب أو الانحراف في العائد المتحقق عن العائد المتوقع الناتج عن عوامل خارجية التي لا تستطيع المنشأة التحكم فيها وتشمل هذه العوامل تبدل الطلب على منتجات المنشأة وتغيرات معدلات الفائدة والتغيرات في القوة الشرائية والتغيرات في توقعات المستثمرين تجاه الأداء الكلي للاقتصاد القومي¹⁴⁰.

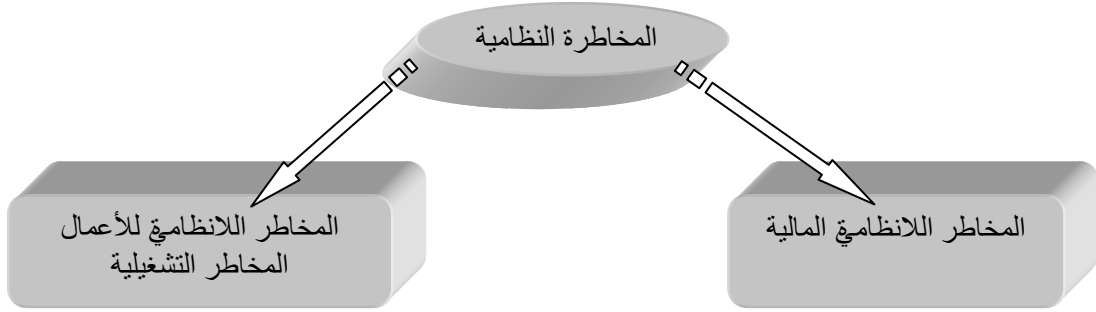
أما بالنسبة للمخاطر النظامية المالية فهي المخاطرة الإضافية الناجمة عن استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي، فالرافعة المالية تزيد من المخاطر النظامية للمنشأة، أي أن المخاطر النظامية للمنشأة تزداد بمقدار المخاطرة التي تسببها الرافعة المالية والتي تضاف إلى مخاطرة الأعمال، فعندما تعتمد المنشأة بنسبة أكبر على الرافعة المالية فإنها تتعرض إلى درجة أكبر للمخاطر النظامية المالية، و النتيجة ارتفاع مخاطر المنشأة النظامية (مع افتراض بقاء المخاطر النظامية للأعمال ساكنة)، وعندما تستخدم نسبة أقل من الرافعة المالية فإنها ستعرض على درجة أقل من المخاطر النظامية وبالنتيجة إلى مخاطر نظامية أقل.

✍ وكما هو الحال بالنسبة للمخاطر النظامية فإن المخاطر اللانظامية¹⁴¹ تتكون من نوعين من المخاطر هما : مخاطر الأعمال و المخاطر المالية، كما هو موضح في الشكل البياني التالي:

¹⁴⁰ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، مرجع سبق ذكره، ص 39.

¹⁴¹ - هي المخاطر التي تنفرد بها المنشأة دون غيرها من المنشآت الأخرى و التقلب في عوائدها يعود إلى أسباب تتعلق بها و المخاطرة هذه مستقلة عن محفظة السوق أي أن معامل الارتباط مع المحفظة يساوي الصفر.

الشكل (18): أنواع المخاطرة النظامية



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة، إثراء للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى 2010، ص 39.

فالمخاطر النظامية للأعمال هي المخاطرة التشغيلية للمنشأة التي تشير إلى التقلب في عوائدها التشغيلية الناجمة عن العوامل التشغيلية الخاصة بها والتي يمكن التحكم فيها. وتشمل هذه العوامل قدرات الإدارة في اتخاذ القرارات المناسبة. وكفاءة العاملين في تشغيل الموجودات التشغيلية، و نوعية الموجودات التشغيلية إذا كانت آلية أو يدوية، ووفرة المواد الأولية.

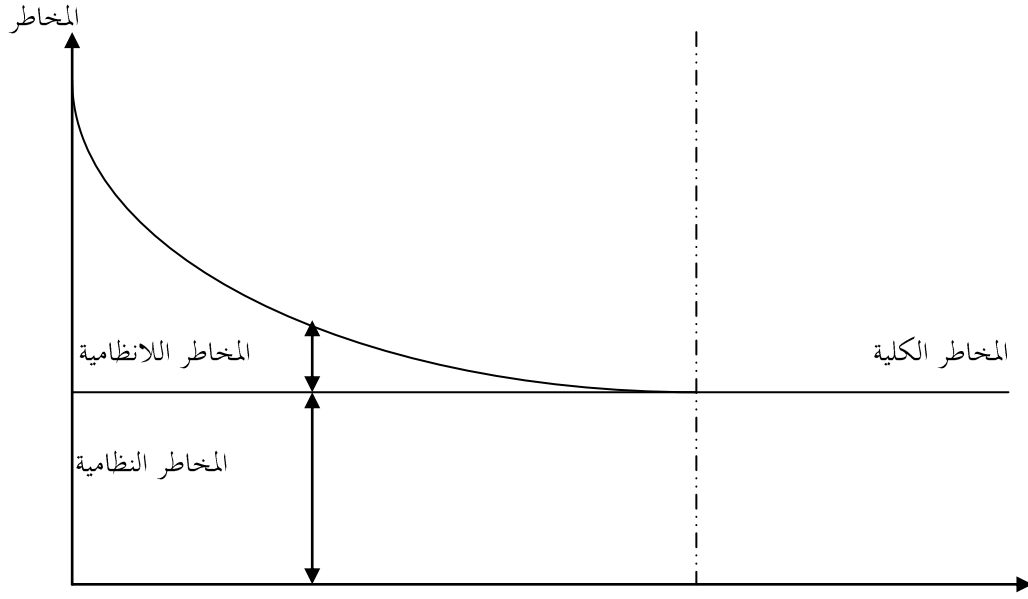
أما الجزء الثاني من المخاطرة النظامية فيتمثل بالمخاطرة الإضافية الناجمة عن الرافعة المالية. ففي المنشأة التي تعتمد على التمويل الخاص تحصر المخاطرة النظامية بالمخاطر التشغيلية فقط، غير أنه عندما تستعمل التمويل عن طريق القروض فإن المنشأة تتحمل قدرا إضافيا من المخاطر النظامية هو احتمال عدم تسديد فوائد الديون كلما زادت الرافعة المالية. و يصحب ذلك زيادة المخاطرة النظامية للمنشأة¹⁴².

وعلى العكس من المخاطر النظامية فإنه يمكن تخفيف المخاطر النظامية عن طريق التنويع وهذا ينطبق على المستثمر الفرد أو المنشأة، فالمستثمر الفرد الذي يستثمر في المحفظة المالية لا يقيّد نفسه باختيار نهائي لأحد الموجودات المالية بل يوزع أمواله بين عدد من تلك الموجودات حتى يتجنب النتائج الغير مرغوب فيها الناجمة عن القرار الخاطئ، و القصد من توزيع الموارد بين عدد من الاستثمارات أو المشروعات الاستثمارية بقصد التنويع هو تخفيض مخاطرة العوائد المستقبلية و هذا ينسجم بدوره على تنويع المنشأة لمشروعاتها الاستثمارية. فالمنشأة التي تمارس التنويع لمشروعاتها الاستثمارية تخفض كثيرا من تقلبات العوائد المستقبلية لتلك المشروعات.

✍ وفي الأخير يمكن تلخيص مختلف العلاقات بين المخاطر السابقة الذكر من خلال الرسم البياني التالي:

¹⁴² - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، مرجع سبق ذكره، ص 40.

الشكل (19) : العلاقة بين أنواع المخاطرة



عدد الموجودات في المحفظة

يتبين من الشكل أن المخاطر الكلية تنحدر بسرعة كلما ازداد عدد الموجودات الاستثمارية للمحفظة ويعود ذلك إلى تلاشي المخاطر النظامية بزيادة عدد استثمارات المحفظة إلى أن تتلاشى نهائياً عند حد معين وتصبح المخاطر الكلية مساوية للمخاطر النظامية التي يمكن استبعادها بالتنوع. وكذلك بالنسبة للمنشأة التي تنوع مشروعاتها الاستثمارية فإنها تخفف من مخاطرها النظامية إلى أدنى حد ممكن فالتنوع الجيد للمشروعات الاستثمارية يجنب المنشأة التقلب في التدفقات النقدية لتلك المشروعات وبالتالي يجنبها تقلبات العوائد المصاحبة لتلك التدفقات النقدية. وبشكل عام يمكن القول بأن أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك الشركات التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها و بالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام، وهذه الشركات تكون كبيرة الحساسية للتغيرات التي تطرأ على السوق، ويتم الحد من هذه المخاطر عادة عن طريق التنبؤ بها و التحوط لها والتخطيط لمواجهةتها. ويتم قياس هذا النوع من المخاطر كما ذكرنا سابقاً بمعامل البيت باستخدام المعادلة التالية¹⁴³:

$$\beta_j = \frac{\rho_{j,m} \sigma_j \sigma_m}{\sigma_m^2} = \frac{\rho_{j,m} \sigma_j}{\sigma_m}$$

حيث أن :

β_j : معامل بيتا للسهم j

$\rho_{j,m}$: معامل الارتباط بين عائد السهم j و عائد السوق m

σ_j : الانحراف المعياري لعائد السهم j

¹⁴³ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate Finance، مرجع سبق ذكره، ص 151-150.

σ_m الانحراف المعياري لعائد السوق m :

ومن الجدير بالذكر أن معامل بيتا للسوق يساوي دائما الواحد الصحيح، حيث يمكن إثبات ذلك رياضيا وذلك عن طريق استخدام المعادلة السابقة على النحو التالي:

$$\beta_m = \frac{\rho_{m,m}\sigma_m}{\sigma_m} = \rho_{m,m}$$

$1 = \beta_m = \rho_{m,m}$ لأن معامل ارتباط الأصل مع نفسه يساوي الواحد الصحيح.

➤ **معنى معامل بيتا:** يقيس معامل بيتا حساسية التغير في عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، فإذا كان معامل بيتا للسهم a مثلا يساوي الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن التغير في عائد هذا السهم الناتج عن التغير في عائد السوق يكون مساوي تماما للتغير في عائد السوق على اعتبار أن معامل بيتا يساوي الواحد الصحيح.

فإذا ما انخفض عائد السوق في فترة ما بنسبة 10% فإن عائد السهم a سينخفض بنفس النسبة، وإذا ما ارتفع عائد السوق بنسبة 10% فإن عائد السهم سينخفض بـ 10%. وفي هذه الحالة نقول أن السهم ذو مخاطر متساوية و متطابقة تماما مع مخاطر السوق، أما إذا كان معامل بيتا لسهم آخر b يساوي 0.3 مثلا، فإذا ما انخفض عائد السوق بنسبة 10% مثلا فإن عائد السهم b سينخفض بنسبة 3% وإذا ما ارتفع عائد السوق بنسبة 10% فإن عائد السهم b سيرتفع بنسبة 3%. وهذا يعني أن معامل بيتا للسهم b أقل حساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. ويمكن الوصول إلى المعادلة التالية فيما يتعلق بالتغير الذي سيحدث على عائد السهم:

$$\text{التغير في عائد السهم} = \text{التغير في عائد السوق} * \text{بيتا السهم}$$

وبناء على ما سبق يمكن القول بأن معامل بيتا يعتبر مؤشرا لدرجة المخاطرة المنتظمة (السوقية) فكلما ارتفع دل ذلك على ارتفاع هذا النوع من المخاطر والعكس صحيح، وبناء عليه فإن الأسهم التي تكون حساسة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق هي التي يكون معامل بيتا فيها أكبر من الواحد الصحيح. وأن الأسهم التي تكون غير حساسة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق هي التي يكون معامل بيتا فيها أقل من الواحد الصحيح، ومساوية لمخاطر السوق عندما يكون معامل بيتا لها يساوي واحد صحيح¹⁴⁴.

كما يمكن قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد معرفة بيتا كل سهم ووزنه في المحفظة حسب المعادلة التالية:

$$\beta_p = (w_1 \times \beta_1) + (w_2 \times \beta_2) + \dots + (w_n \times \beta_n) = \sum_{j=1}^n w_j \times \beta_j$$

حيث أن:

144 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate Finance، مرجع سبق ذكره، ص 152.

β_p بيتا المحفظة :

W_j وزن السهم j في المحفظة :

β_p بيتا السهم j في المحفظة :

و لتوضيح ما سبق نفترض أن بيتا لثلاثة أسهم يراد الاستثمار بها على شكل محفظة استثمارية، و مبالغ الاستثمار في كل سهم كانت كما يلي:

الأسهم	بيتا	مبلغ الاستثمار
A	0.8	3000
B	1.2	2000
C	1.5	5000

المطلوب : حساب بيتا المحفظة لهذه الأسهم؟

وزن الاستثمار للسهم A : مبلغ الاستثمار في السهم A / قيمة المحفظة = $0.3 = 10000 / 3000$

بيتا المحفظة = $1.23 = 0.75 + 0.24 + 0.24$

السهم	بيتا	مبلغ الاستثمار	وزن الاستثمار	بيتا * وزن الاستثمار
A	0.8	3000	0.3	0.24
B	1.2	2000	0.2	0.24
C	1.5	5000	0.5	0.06
		10000		1.23

5-2- مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية للعائد و كيفية قياسه

ينظر هذا النموذج للعائد من خلال معادلة منحني السوق للورقة المالية و ذلك على النحو التالي¹⁴⁵:

$$K_j = R_f + \beta_j \cdot (K_m - R_f)$$

حيث أن : K_j : العائد المطلوب على السهم j .

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، متمثل بعائد الأوراق المالية الحكومية.

β_i : المخاطرة النظامية للورقة المالية، و هي جوهر النموذج.

K_m : معدل العائد لمحفظة السوق المالية.

ويمكن تفسير المعادلة السابقة على أساس أن العائد المطلوب لسهم أو محفظة معينة يتكون من جزئين:

¹⁴⁵ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate Finance، مرجع سبق ذكره، ص 153، 154.

✓ العائد الذي يخلو من المخاطر (مخاطر عدم السداد)
 ✓ علاوة مخاطر السهم $\beta_j \cdot (K_m - R_f)$ والتي تساوي معامل بيتا السهم مضروباً بعلاوة مخاطر السوق $(K_m - R_f)$ ، وهذه العلاوة هي مقدار العائد الإضافي الذي سيحصل عليه المستثمر، زيادة على العائد الذي يخلو من المخاطر، نتيجة لقبوله الاستثمار في هذا السهم.
 ➤ وقاعدة القرار حسب المعادلة السابقة هي:
 ◀ إذا كان عائد السهم الفعلي أقل من العائد المطلوب يكون السهم غير جذاب للاستثمار لأنه يعطي عائداً أقل مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.
 ◀ إذا كان عائد السهم الفعلي أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاباً للاستثمار لأنه يعطي عائداً أكبر مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها.
 ◀ أما إذا كان عائد السهم الفعلي مساوياً للعائد المطلوب فإنه يتمشى مع الوضع العادي السائد في السوق ولذلك فإنه لا بأس من الاستثمار فيه.

فلو افترضنا مثلاً أن بيتا سهم إحدى الشركات 1.2، والعائد الذي يخلو من المخاطرة 4%، بينما العائد السوقي 9%، فإن العائد المطلوب و علاوة مخاطر هذا السهم هي:

$$K_j = R_f + \beta_j \cdot (K_m - R_f)$$

$$K_j = 4\% + 1.2 \cdot (9\% - 4\%)$$

$$K_j = 10\%$$

$$\beta_j \cdot (K_m - R_f) = \text{علاوة مخاطر السهم}$$

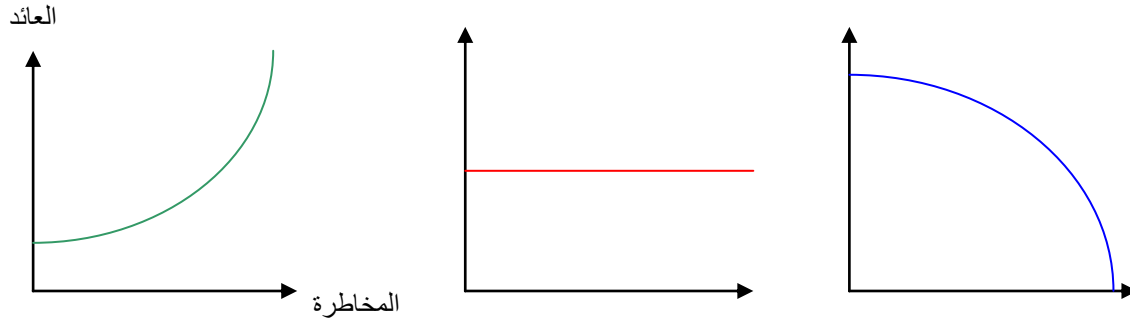
$$1.2 \cdot (9\% - 4\%) = 6\%$$

وكلما زادت مخاطر هذه الشركة خاصة بعد دخول معلومات غير سارة يطلب المستثمرون عائداً أكبر، ولسوء الحظ لا يستطيع أي شخص التنبؤ بأحوال البورصة بوجه عام، لذا فإن جوهر العملية يكون في اختيار أوراق مالية ذات أداء أفضل مقدماً، لأنه مهما كانت التنبؤات و الدراسات وقاعدة البيانات المتوفرة فإننا لا يمكن أن نزيل كل المخاطر والشكوك التي تجري في استثمار البورصة¹⁴⁶.
 ويقول ماركويتز أن لكل مستثمر منحنى منفعة اتجاه الاستثمار، فالمنفعة قد تكون متزايدة أو ثابتة أو متناقصة مع زيادة عائد الاستثمار، ولما كان قرار الاستثمار هو عبارة عن مبادلة أو مقايضة بين العائد والمخاطرة، فإن منحنى المنفعة الحدية للعائد من الاستثمار يأخذ الشكل التالي¹⁴⁷:

الشكل رقم (20) : منحنى المنفعة الحدية

146 - الاستثمار في البورصة : إدوارد جيلبارتيك، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة العربية الأولى، ص 41، سنة النشر 2000.

147 - طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، ص 77.



(1)

(2)

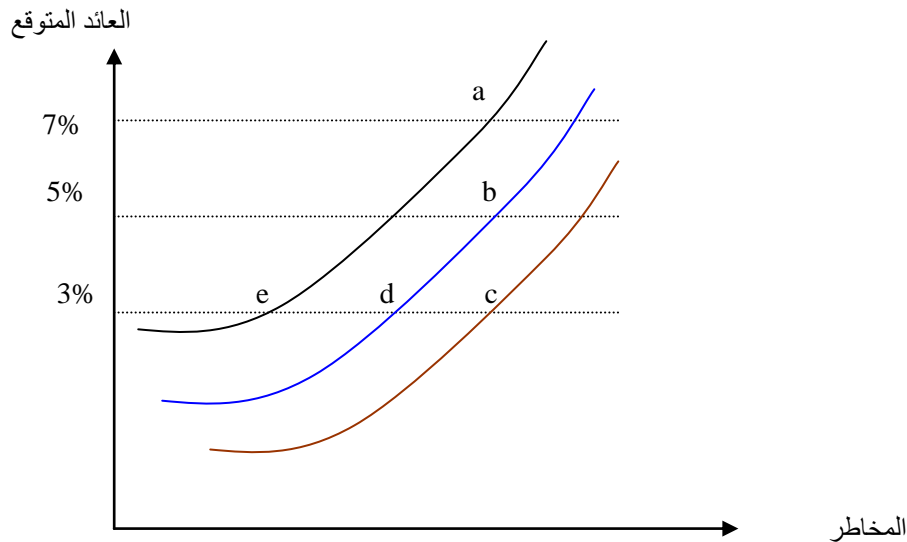
(3)

المصدر: ظاهر حيدر حردان: مبادئ الاستثمار دار المستقبل للنشر و التوزيع عمان/الأردن، 1997، ص 77

ففي الحالة الأولى يكون المستثمر مستعد لتحمل المزيد من المخاطر إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر من السابق، وهذا يعني أن المنفعة الحدية تقل كلما زادت المخاطر، أما في الحالة الثانية يكون المستثمر مستعد لتحمل المزيد من المخاطر حتى لو بقي العائد ثابت وهذا يعني أن المنفعة الحدية للعائد ثابتة مع زيادة المخاطرة. وفي الحالة الأخيرة يكون المستثمر مستعد لتحمل المزيد من المخاطر حتى لو تراجع العائد وهذا يعني أن المنفعة الحدية للعائد متزايدة، فمنفعة الدينار الثاني أكبر من منفعة الدينار الأول.

← والقرارات الاستثمارية عند ماركويتز الخاصة بالمنفعة تنشأها الفئة الأولى من المستثمرين، وهم في عادة ما يسمون بمحتنبي المخاطر، وقد حاول ماركويتز أن يحدد كيف يستطيع المستثمر تكوين محفظة استثمارية مع وجود عدد غير محدود من البدائل والتوليفات، حيث تقع هذه التوليفة تحت إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار أدوات معينة في ظل مناخ استثمار ملائم تتوافر فيه الفرص المرشحة¹⁴⁸، ويمكن أن نوضح هذا من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (21): تفضيل المستثمر للمخاطرة و العائد في إطار نظرية المحفظة



148 - هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2003، ص 222.

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004، ص 193.

من شكل نلاحظ أن هناك ثلاثة منحنيات سواء، فالمنحنى الثالث يمثل أعلى العوائد وأعلى المخاطر، إذ بإمكان المستثمر الانتقال من النقطة (c) إلى النقطة (a) عند مستوى واحد من المخاطرة مع ارتفاع العائد كلما توجهنا نحو النقطة (a) ، كما أنه بإمكان المستثمر الانتقال من (c) إلى (d) لتخفيض المخاطر لكن يبقى العائد ثابت، و هكذا يمكن للمستثمر الانتقال على هذه المنحنيات في ضوء تفضيلاته للعائد والمخاطرة.

6- خط سوق الورقة المالية:

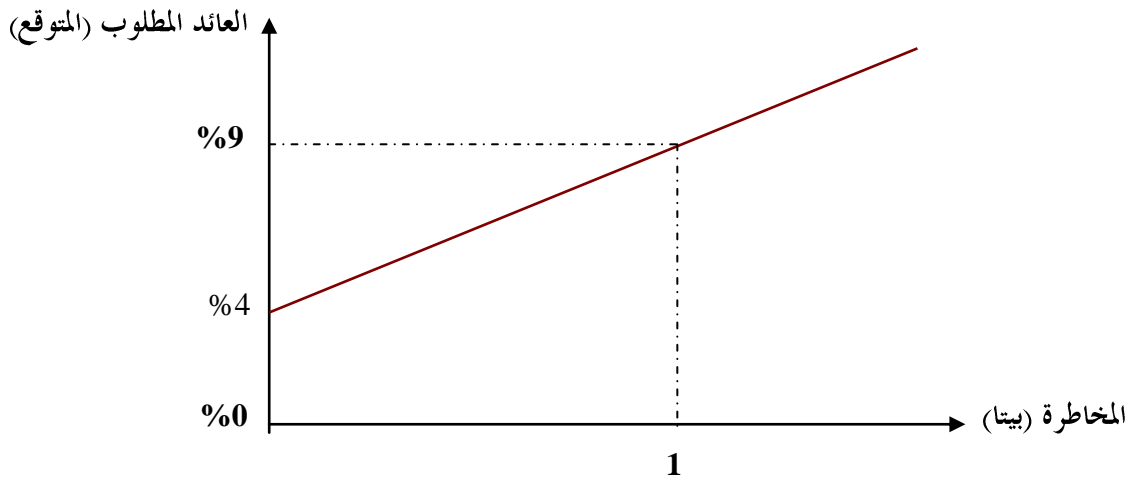
منحنى سوق الورقة المالية (SML) هو المنحنى الذي يمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، و هو عبارة عن خط مستقيم يبين العائد المطلوب لكل مستوى من مستويات المخاطرة السوقية (البيتا)¹⁴⁹ . و يتم رسم هذا المنحنى على شكل رسم بياني يوضح البيتا فيه على المحور الأفقي والعائد المطلوب على المحور الرأسي، بعد ذلك نحتاج لنقطتين لرسم منحنى السوق.

النقطة الأولى: هي النقطة التي تمثل العائد الذي يخلو من المخاطر، ومخاطره دوما تساوي الصفر، وفي المثال السابق¹⁵⁰ فإن إحداثيات هذه النقطة هي (صفر، 4%)

النقطة الثانية: هي النقطة التي تمثل العائد السوق ومخاطره دائما تساوي الواحد الصحيح، كما تم إثباته رياضيا سابقا، وفي المثال السابق فإن إحداثيات هذه النقطة هي (1، 9%).

بعد تحديد الإحداثيات يمكن رسم خط سوق الأوراق المالية (SML) كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (22): خط سوق الورقة المالية



المصدر: فايز سليم حداد، الإدارة المالية. دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة 2010م، 1431 هـ، عمان / الأردن، ص 156.

¹⁴⁹ - فايز سليم حداد، الإدارة المالية Corporate Finance، مرجع سبق ذكره، ص 155.

¹⁵⁰ - ارجع إلى الصفحة 73.

المطلب الثالث : دور كفاءة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات

الكفاءة أداة ضرورية لضبط حركة الأسعار، وهذه الأخيرة تمثل الوجه الخارجي إما صعودا أو هبوطا حسب المعلومات الواردة إلى سوق رأس المال إذا كانت سارة أو العكس من ذلك مما يؤثر على عرض وطلب الأوراق المالية¹⁵¹، ويكون هذا الانعكاس على حجم الإصدارات الأولية والتي تمثل في الوقت نفسه مصادر تمويل للمؤسسات القائمة و قيد التأسيس.

1- العلاقة بين سوق رأس المال و حجم الاستثمارات

يعتبر تطور كفاءة سوق رأس المال أحد الشروط الأساسية لتطور القطاع الحقيقي و زيادة الاستثمارات. و ذلك لأن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المتاحة للاستثمار، فضلا عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على نمو الاستثمار في المجتمع¹⁵².

فارتفاع قيمة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية في السوق الثانوية يعني زيادة حجم التمويل المتاح لاستثمارات هذه المؤسسات نتيجة لثقة المستثمرين بالمركز المالي القوي لهذه المؤسسات فتتاح الفرصة لزيادة إصدار أوراق مالية جديدة، ومن هنا نلاحظ أن هناك علاقة مباشرة بين الاستثمارات وتطور سوق رأس المال، لذا يجب توضيح الوظائف التي يقوم بها سوق رأس المال في التأثير على حجم الاستثمارات.

2- علاقة وظائف رأس المال بنمو الاستثمارات

تكمن أهمية أسواق الأوراق المالية في أنها أداة لتمويل الاقتصاد عن طريق الوساطة المالية المباشرة، كما أنها تعمل على توجيه الفوائض في القطاعات التي تدر أرباحا من خلال توفير و تنويع الفرص الاستثمارية للمستثمرين كما تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية العامة و أداة لتقييم الشركات و وسيلة للحد من معدلات التضخم دون التمويل بالعجز، كما تعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة إذا تم ربطها بأسواق الأوراق المالية الدولية¹⁵³.

2-1- توزيعات رأس المال و النمو الاقتصادي: Capital Allocation and Economic Growth

يجادل المؤيدون لتحرير سوق رأس المال، من خلال السماح للانفتاح النسبي لإصدار الأوراق المالية، و المنافسة في أسواق الأسهم و السندات، بالقول أن حركات رأس المال التي لا تتعرض لأي عوائق سوف تسمح للمدخرات بالتدفق إلى أكثر الاستخدامات من حيث الإنتاجية، الأمر الذي ينتج عنه تخصيص أكثر كفاءة للموارد الاقتصادية النادرة، و المشروعات التي تدر عوائد مرتفعة تكافئ المدخرين الذين هم في الواقع مضاربون ماليون *Financial speculator* نظير المخاطر التي يتحملونها و بهذه الطريقة تقوم الأسواق بتوجيه الموارد نحو

Revue des Reforme économique et

¹⁵¹ - محمد براق، الطاهر لخرش، ترويج الأوراق المالية و أثره في تشييط سوق الأوراق المالية بالجزائر، intégration en économie mondiale، ص 62، N°3، 2007.

¹⁵² - إيهاب الدسوقي : مرجع سابق، ص 80.

Revue des Reforme économique et

¹⁵³ - رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، intégration en économie mondiale، ص 3، N°4، 2008.

أفضل الأنماط من حيث الكفاءة، مما ينتج عنه تنمية الموارد الحقيقية و الحصول على إنتاجية أعلى لذلك يتجه المدخرون إلى تحمل المخاطر عبر الحدود الوطنية لدولهم في شكل معاملات مالية تمد اقتصاد الدولة بالسيولة الأساسية.

2-2- كيف تؤدي التدفقات الرأسمالية إلى تلطيف أوضاع الاقتصاد المحلي:

How capital Inflow Can Smooth The Domestic Economy

من خلال الوصول إلى الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحفظة المالية التي يقدمها المدخرون الأجانب يستطيع الأشخاص و الشركات المحلية توسيع أنشطتهم الخاصة بالإقراض والاقتراض مع الدول الخارجية، ويسمح هذا الأمر للشركات المحلية والمستهلكين بالاستمرار في الإنفاق والاستثمار خلال فترات الهبوط في الاقتصاد المحلي ثم يقومون بإعادة سداد هذه الأموال خلال فترات النمو الاقتصادي. وبهذه الطريقة يمكن أن يساعد تدفق رأس المال الأجنبي في تلطيف حدة الدورات التجارية المحلية *Business cycles* وبالتالي تحقيق المزيد من الاستقرار في الاقتصاد المحلي¹⁵⁴.

وعلى ذلك يستطيع المدخر المحلي تنويع استثماراته على النطاق دولي، وبالتالي يقلل من إمكانية تعرضه للصدمات الاقتصادية المحلية، وهذه الجوانب الإيجابية لتدفقات رأس المال تسمح للمدخر المحلي بمعدلات عائد مرتفعة بعد تعديلها بحسب درجة المخاطر، مما يشجع على إحداث طفرة و بلوغ مستويات مرتفعة من أنشطة الادخار والاستثمار في المقابل نجد أن زيادة الادخار و الاستثمار يستحث على وجود نمو اقتصادي إضافي.

2-3- كيف تسهم تدفقات رأس المال في التنمية طويلة الأجل:

How capital Inflow Can Contribute Long-term Development

بالنسبة للدول الآخذة في النمو يعد الوصول إلى رأس المال العالمي في شكل تدفقات استثمار أو في محفظة رأس المال مدعاة لتخفيض كبير في تكلفة تمويل المشروعات، و يسمح ذلك الأمر للأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمار، والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية. وفي المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشة أعلى وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي. أضف إلى ذلك أن المدخرات الخاصة القادمة من الخارج يمكن أن تحل محل مساعدات التنمية غير المؤكدة *uncertain development aid* التي تأتي من حكومات أجنبية غالباً ما تصاحبها نفقات عدم الكفاءة بسبب القيود والعوائق البيروقراطية¹⁵⁵.

3- سوء توزيع رأس المال و تبعاته: Capital misallocations and Their Consequences

154 - جوزيف دانيالز، ديفيد فاهوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر/المملكة العربية السعودية، الرياض، 1431هـ/2010م، الطبعة الإنجليزية *International Monetary And Financial Economics, Joseph P.Daniels and David D.Vanhoose* ، ص 302.

155 - جوزيف دانيالز، ديفيد فاهوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 303.

على الرغم من وجود الحجج المؤيدة لتحرير سوق رأس المال، فإن عدم كمال سوق المال و الاختلالات الناجمة عن السياسات المطبقة يمكن أن تجعل النظام المالي للدولة مقصوراً على المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية.

3-1- عدم كمال الأسواق: Market Imperfections

يعتقد الكثير من الاقتصاديين أن أحد أهم أنواع عدم كمال الأسواق هو عدم تماثل المعلومات *asymmetric information* و هو أمر يهيمن على الأسواق المالية، و ذلك من خلال المشكلات الناجمة:

◀ الاختيار المعاكس : *adverse selection*

◀ و سلوك القطيع : *herding behavior*

◀ و الخطر المعنوي: *moral hazard*

➤ يعبر الاختيار المعاكس عن وجود رغبة لدى المستثمرين لتمويل مشروعات غير مجدية أو عديمة الجدوى، أي الرغبة الشديدة في الاقتراض أو إصدار أدوات دين لتوفير تمويل للمشروعات ذات جدوى اقتصادية منخفضة.

و الاختيار المعاكس يمكن أن يجعل المدخرين اقل رغبة في الإقراض أو حيازة الأدوات المالية، بما فيها الأدوات التي يمكن أن تمويل المشروعات ذات الجودة المرتفعة.

➤ يضاف إلى ذلك أن توافر المعلومات الرديئة *Poor information* يمكن أن ينتج عنها ما يسمى بسلوك القطيع. و يحدث عندما يبني المدخرون الذين لا يملكون معلومات كاملة قراراتهم بناء على قرارات أناس آخرين يشعرون أنهم يمتلكون معلومات أفضل، و في السياق العالمي يمكن لسلوك القطيع أن يحفز على العدوى *contagion* و هي انتشار عدم الاستقرار المالي إلى مستويات إقليمية، و يمكن لسلوك القطيع أن يقود أيضاً إلى تخفيض أسعار الأصول المالية أو قيم العملة بشكل يفوق المخطور.

➤ وهناك مشكلة أخرى ممكنة هي الخطر المعنوي : و يقصد به إمكانية دخول مستثمر في سلوك يؤدي إلى زيادة المخاطر بعد بيع الأدوات المالية، فمدير الشركة يسعى للحصول على أعلى عائد ممكن، لكن بعد قيام الشركة قد يرغب في تخفيض النفقات باستخدام مواد و أساليب فنية رديئة مما يجعلها في نهاية المطاف غير كفؤة و غير مربحة. و النتيجة من وراء ذلك هي زيادة احتمالات فشل المدخرين في الحصول على العوائد المنتظرة من الأدوات المالية التي أصدرتها الشركة المعنية. يطلق عليها في الأدبيات اسم الخطر المعنوي و يشير هذا الاصطلاح إلى إمكانية وجود سلوك غير أخلاقي *immoral behavior* من وجهة نظر المقرض، يقوم به المقرض¹⁵⁶.

4- الدروس الستة لكفاءة السوق المالية :

قدم الأدب المالي عدد من الدروس The six Lesson of Market Efficiency التي نستطيع أن نستخلصها من كفاءة السوق التي أطلق عليها تسمية الدروس الستة لكفاءة السوق المالية.

156 - جوزيف دانيالز، ديفيد فافوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، مرجع سبق ذكره، ص 235، 234.

4-1- ليس للأسواق ذاكرة Markets Have No Memory

إن تعاقب التغيرات السعرية السابقة لا تحتوي على معلومات عن التغيرات المستقبلية و يعبر المليون عن هذه الفكرة عندما يقولون أن السوق ليس لديه ذاكرة، ففي بعض الأحيان عندما يقرر المدراء المليون التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة فإنهم يمتنعون عن إصدار الأسهم بعد الانخفاض في سعر السهم ويميلون إلى الانتظار على أمل ارتفاع سعره، فهم يعتقدون أنه بعد كل انخفاض يأتي ارتفاع و على العكس، وبذلك فهم يتوقعون نمطا دوريا في حركة سعر السهم، إلا أن هذا النمط ليس بالضرورة أن يكون موجودا، لاسيما في ظل السوق الكفؤة تتبع أسعار الأسهم منها السير العشوائي.

4-2- الثقة و الاطمئنان إلى الأسعار: Trust Market Price

بالإمكان الوثوق بأسعار السوق إذا كانت كفؤة لأن هذه الأسعار سوف تعكس المعلومات المتوفرة بشأن قيمة الورقة المالية جميعها، إذ أن جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية الكفؤة هي بدائل تامة و هذا يعني أن صافي القيمة الحالية (NPV) لأي ورقة مالية يساوي الصفر، و يكون صافي القيمة الحالية للأوراق المالية موجبا فقط عندما يصل المتعامل في السوق إلى معلومات غير متوفرة بعقلانية، على سبيل المثال إذا ما امتلكت الإدارة معلومات سرية و أدركت أن سهم الشركة مقيم بأقل من قيمته الحقيقية فإن هذا يشكل سببا قويا لإعادة شراء السهم و حينما تصبح هذه المعلومات السرية متوفرة بعقلانية و يعدل السعر إلى المستوى المرتفع الجديد فإن العائد يصبح أكبر من التكلفة و بالتالي يكون $(NPV > 0)$ ، و بالتالي يتوقع المدراء المليون استلام قيمة عادلة لقاء الأوراق المالية التي تصدرها. و السبب هو أن السوق في حالة توازن، و أن العائد الذي يحققه المدير المالي في التداول بهذه البدائل التامة سيكون متأثر بضعف قابليته على الاختيار بين البدائل لأن أسعار السوق هي أسعار موثوقة¹⁵⁷.

4-3- ليس هناك أوهام مالية أو تضليل مالي: There Are No Financial Illusions

ليست هناك مكانة أو وجود للأوهام المالية أو التضليل المالي في السوق المالية الكفؤة و أن المدير المالي لن يكون قادرا على التأثير في السعر السوقي للسهم من خلال إتباع الأساليب الغير السليمة، و بالتالي يجد المدير المالي صعوبة في إمكانية تضليل المستثمرين لأنهم يفسرون بعقلانية ما تفعله إدارة الشركة المصدرة للأوراق المالية، و نتيجة لذلك لن تخدع السوق بحالات التلاعب بالطرق المحاسبية أو ما يعرف باستخدام المحاسبة الابتكارية أو الخلاقة *Accounting Creative* و أن مجمل العمليات الغير سليمة التي تمارسها إدارات بعض الشركات سوف لن تسبب برفع أسعار أوراقها المالية المتداولة في السوق، فعلى سبيل المثال تريد شركة التحول من طريقة

157 - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، إثراء للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى

الإهتلاك المتزايد إلى طريقة الإهتلاك الخطي بهدف زيادة إيرباحها المسجلة، لا يؤثر ذلك على السعر السوقي للسهم¹⁵⁸.

4-4- قراءة البواطن/ قراءة المخفي: Reading The Entrails

من سمات السوق المالية الكفؤة هو أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة قيم المعلومات المتوفرة جميعها، عندئذ يمكن لهذه الأسعار أن تخبرنا بالكثير عن مستقبل الشركة، فضلا عن ذلك أن تقييم السوق للأوراق المالية العائدة إلى الشركة يمكن له أن يوفر مؤشرات مهمة حول توقعات الشركة، فعلى سبيل المثال إذا كانت سندات الدين التي تطرحها الشركة تقدم مردودا (سعر الفائدة) أعلى بكثير من المعدل، عندئذ يمكن القول أن الشركة تعاني من مشكل، لذا على المدراء الماليين مراقبة الأسعار السوقية للشركة ليكتشفوا من خلالها انطباعات السوق المالية عن قراراتهم المعلنة في ما يخص المردود المقدم.

4-5- رؤية السهم الواحد رؤية لجميع الأسهم: Seen One Stock Seen Them All

في ظل السوق المالية الكفؤة تكون الشركة القادرة على بيع ما ترغب فيه من أسهم دون أن يؤدي ذلك إلى ما يعرف بالضغط السعري أو الضغط على السعر (Price-Pressure) لأن السوق مهيئة لامتناس أي كمية معروضة من الأوراق المالية دون أن يترك ذلك أثر على أسعارها، و يتمثل هذا الضغط بالانخفاض في سعر السهم للشركة و الذي يفترض أنه يحدث عند الزيادة في حجم المعروض من إصدارات هذه الأسهم، ويعكس هذا الانخفاض اعتقاد السوق أن زيادة عروض بيع الأسهم من الشركة المصدرة يوحي بامتلاكها معلومات خاصة غير ايجابية (سلبية) و لذلك سوف يعيد المستثمرين النظر في تقييمهم لقيمة السهم ويخفضون هذه القيمة على وفق تصوراتهم حول الشركة من معلومات ليست لديهم.

وأن كفاءة السوق تضمن للمدير المالي عدم حدوث هذه الحالة (الضغط السعري) و لكن ليس معنى ذلك أن أسعار الأسهم لا تتغير أبدا عندما تحصل حالات بيع كبيرة أو حالات شراء كبيرة ولكنها تضمن له الحصول على سعر عادل في كل الأحوال¹⁵⁹.

4-6- البديل الممثل بـ (قم بالشيء بنفسك) The do-it your Self Alternative

لا يقوم المتعاملون في السوق الكفؤة بدفع شيء للآخرين بمقابل ما يستطيعون هم أداءه بشكل جيد، إذ تساعد كفاءة السوق على تقليل درجة التعقيد في اتخاذ القرارات فعندما يحتاج المدير المالي اتخاذ قرار خاص بالتمويل فلا تستدعي الحالة هنا إلى الاستعانة بخبراء و محللين ماليين ما دام حالة كفاءة السوق الموجودة توفر نوع من التوازن و الإفصاح المالي، و نتيجة لكل ذلك بدائل التمويل جميعها تامة و لا يوجد ما يدعو إلى تفضيل شكل تمويلي عن آخر.

158 - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management*، مرجع سابق، ص 150، 149.

159 - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص 151، 150.

خلاصة الفصل الأول

تناول الفصل الأول مفهوم الوساطة المالية واللاوساطة من خلال البحث على مصادر التمويل القصيرة و الطويلة، لكن المصدر الثاني هو الأكثر شيوعا و استخداما في الاقتصاديات الحالية والحديثة ، لذا فإن العقود المبرمة مع بنوك الاستثمار من أجل أنجاح عمليات الطرح الأولي أو الثانوي تكون في شكل عقود معاونة أو عقود إلزام ، وهذه الأخيرة تعني تصريف الإصدار بنسبة 100 % مما يزيد في مصادر التمويل الطويلة الأجل، لكن إذا لم توافق لجنة البورصة على دخول هذه الشركات كشركة مسجلة في إطار السوق الرسمية فإن ذلك يقلل من سمعة و شهرة المؤسسات التي تحتاج إلى مصادر تمويلية يتحتم عليها التوجه نحو السوق الغير رسمية لتلبية لرغباتها واحتياجاتها وبالتبعية فإنها تتعامل مع وسطاء غير مسجلين في السوق الرسمية، والسوق الغير منظمة هي سوق أقل كفاءة من السوق الرسمية نظرا لقلة المعطيات الواردة عن مختلف الجهات والغير خاضعة لرقابة لجنة البورصة مما يجعل سعر السهم يتعد عن القيمة الحقيقية، و معرفة مدى سرعة المعلومات ومدى تأثيرها على سعر الورقة المالية شرحنا الكفاءة الكاملة أين لا يكون فاصل زمني لتحليل المعطيات واتخاذ القرار أما من الناحية الواقعية فإن كل البورصات تميل إلى الكفاءة الاقتصادية مع اختلاف الفاصل الزمني لتحليل و تبويب المعطيات لتأثر على السعر من بورصة إلى أخرى حسب قوتها وحيوية نشاطها.

الفصل الثاني :

طرق وأساليب التداول والمضاربة في الأسواق المالية

المبحث الأول : طرق و أساليب التداول و تسعير الأوراق المالية

المبحث الثاني : عمليات و مؤشرات الأسواق المالية

المبحث الثالث : الفروقات الأساسية بين الاستثمار و المضاربة

مقدمة الفصل الثاني

بعد حصول الشركة على مصادر التمويل فإنها تصدر مقابل ذلك أوراق مالية تختلف أنواعها على حسب أهداف الإصدار، فمنها ما يصدر لتمليك أشخاص لجزء من رأسمال الشركة ومنها ما يصدر من أجل الاستدانة، وهذه المنتجات كانت سببا في ظهور عقود أخرى تعتمد على الأوراق المالية الأصلية وأنشأت لها أسواق خاصة بها، أين يتم تسعيرها باللجوء إلى السماسرة واستخدام الشبكة العنكبوتية التي أصبحت قناة لتجميع أوامر العملاء و تسليمها للوكلاء الذين لهم الخبرة في التحليل و التنبؤ بأسعار الأوراق المالية و مشتقاتها و يملكون المعلومات عليها سواء ما تعلق بالإقتصاد ككل أو بالمحيط الذي تعمل فيه الشركة أو المعطيات الخاصة بالشركة من أجل إعطاء القيمة العادلة لهذه المنتجات، كما أن الوكلاء أصبحوا يقدمون القروض لعملائهم مقابل سعر فائدة لتسهيل عمليات التداول التي أصبحت تعتمد بشكل كبير على تطور مؤشر الأسعار سواء العام أو الخاص بقطاع معين وليس تطور الاستثمار الحقيقي وذلك طمعا في زيادة العائد مما أدى إلى زيادة المخاطر وظهور عمليات المضاربة والتحوط وكذا المقامرة التي أصبحت مصاحبة للمشتقات والابتكارات.

المبحث الأول : طرق و أساليب التداول و تسعير الأوراق المالية

إن أدوات السوق المالية كثيرة و متنوعة و ربما يصعب حصرها و فيما يلي عرض تفصيلي لهذه الأدوات :

المطلب الأول : الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

من أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال نذكر ما يلي :

1- الأسهم العادية : هي أدوات ملكية قابلة للتداول و يحصل حاملها على حقوقه العادية دون ميزة خاصة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى سواء في الأرباح أو الأصول. تصدر الأسهم العادية عادة بقيمة اسمية متساوية، و يحصل حاملها على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنويا من قبل مجلس الإدارة، و قد يحصل على الأرباح نقدا و في شكل أسهم جديدة، و في حالة إفلاس الشركة أو تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد تسديد الالتزامات كالدائنين أو حملة الأسهم الممتازة.

1-1 - حقوق المساهمين العاديين :

✘ الحق في الأرباح الموزع، لكن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا فقد تحتفظ بجزء أو بكل الأرباح

المحققة، على عكس فوائد الديون تلتزم الشركة بدفعها بصورة منتظمة، عادة ما تكون سنوية.

✘ حق التصويت يتم ذلك بالتصويت على أعضاء مجلس الإدارة على أساس أن لكل سهم صوت.

✘ حق الأولوية في الاكتتاب.

✘ حق حضور الجمعية العامة : قد تكون عادية أو طارئة و تنعقد الجمعيات العادية غالبا كل سنة و ذلك

للمصادقة على الحسابات الختامية للشركة، تخصيص النتائج إلخ.

✘ حق بيع الأسهم.

✘ حق الإطلاع على وثائق الشركة.

✘ حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية.

1-2- أنواع الأسهم العادية :

هناك أسهم لها حق أكثر في التصويت و ليس لها أولوية عند توزيع الأرباح، و بالمقابل هناك نوع آخر من الأسهم له أولوية في الاكتتاب و لكن ليس له ثقل عند التصويت و هكذا بناء على

إيجابيات و سلبيات كل نوع و كذا على الهدف من شراء الأسهم يتخذ قرار التوظيف من قبل المستثمرين، إذ

يشترى النوع الأول كل من يريد تحقيق الأرباح و يشترى النوع الثاني كل من يريد السيطرة على الشركة

و توجيهها الوجهة التي يريدتها. و بذلك يمكن ملاحظة أن النوع الأول من الأسهم له ثقل أكثر في التصويت و

حظ أقل عند توزيع الأرباح ما هو إلا صيغة من صيغة الأسهم العادية¹⁶⁰. بالإضافة إلى ذلك هناك أسهم

لحاملها و أسهم اسمية و عليه بإمكان الشركة تحويل صيغة أسهمها سواء من أسهم لحاملها إلى أسهم اسمية أو

¹⁶⁰ - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع،

الجزائر، الطبعة الأولى ، ص 705.

العكس، كما يمكن الإشارة إلى أن بعض الشركات لا تصدر إلا أسهما اسمية خاصة تلك الشركات الغير مسجلة في البورصة الرسمية.

ويمكن تصنيف الأسهم من حيث طريقة تداولها في السوق المالي إلى ¹⁶¹ :

* **السهم لحامله** : يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكة، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

* **السهم الاسمي** : يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.

* **السهم الإذني أو لأمر** : وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة مصدرة السهم.

كما نشير إلى ظهور أنواع جديدة من الأسهم العادية منها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة و الأسهم العادية المضمون القيمة، الأسهم المصدرة خصيصا للعمال وغيرها من أشكال الأسهم ¹⁶².

السهم العادية للأقسام الإنتاجية

الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل لكن هذا النوع من الأسهم ترتبط فيها الأرباح الموزعة بقسم الإنتاج فقط، وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم، إلا انه خلق نوعا من التضارب في المصالح بين المستثمرين لذا سيشار إليه عند تناول الأسهم العادية المضمونة ¹⁶³

السهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعد من بين المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة و في الثمانينات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمنشأة التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم في الإيرادات قبل حساب الضريبة، ليس هذا فقط بل لقد نص القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين - المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم - في دفع الضريبة على 50% من الفوائد

¹⁶¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص 245.

¹⁶² - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، الجزء الثاني، ص 705.

¹⁶³ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات- الاستثمار في البورصة - دار حامد للنشر و التوزيع - الطبعة الأولى - عمان - 2006 م - ص 95

التي تحصل عليها¹⁶⁴، و من آثار منح العاملين أسهما في الشركة هو ترك اثر تقني مهم و محفز للعاملين لزيادة إنتاجه وبالتالي زيادة إنتاج المنشأة، أول إصدار لهذا النوع ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية¹⁶⁵.
على الرغم من أن هذا النوع من الأسهم العادية يتطلب تشريعا من السلطة السياسية إلا انه يشجع في استثمار الفور الضريبي وإصدار هذا النوع من الأسهم¹⁶⁶.

الأسهم العادية المضمونة

الأصل في الأسهم العادية انه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته و ذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية غير انه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين ، خلال فترة محددة عقب الإصدار أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.¹⁶⁷ إن الأسهم المضمونة تتيح لحاملها تحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع القيمة السوقية خلال المدة المحددة للتعويض بينما لا يتكبد الخسائر بشكل يتجاوز سقف التعويض حتى عند الانخفاض المستمر في القيمة السوقية للسهم طالما أمكنه الرجوع إلى المنشأة و الحصول على التعويض، ومن مميزات الأسهم المضمونة بالنسبة للمستثمر تقليل اثر نقص المعلومات لديه عند اتخاذ القرار الاستثماري فضلا عن ذلك تؤثر هذه النوعية من الأسهم في حماية بنك الاستثمار الذي تعهد بتسويق الأوراق المالية عند انخفاض القيمة السوقية أثناء طرح السهم و من المؤكد أن الميزة الرئيسية هي ضمان التصريف الكامل للإصدار بضمان التعويض عند الانخفاض الشديد للقيمة السوقية و خلال مدة محددة.

2- الأسهم الممتازة :

تعد الأسهم الممتازة Preferred Stock من حقوق الملكية و تصدر بقيمة اسمية واحدة و تحصل على الربح بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية و تسمى بالأسهم الممتازة لحصولها على مزايا خاصة مقارنة بحملة الأسهم العادية فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق ولذلك تنخفض المخاطر على الاستثمار في الأسهم الممتازة مقارنة بالأسهم العادية، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة، ويتم تقييم الأسهم الممتازة بخصم الأرباح الموزعة للسهم بمعدل الخصم المناسب أو العائد المطلوب.

164 - منير إبراهيم هندي- أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-المكتب العربي الحديث -الإسكندرية-2006 - ص 17

165 - ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي- مرجع سابق - ص 44.

166 - محمود محمد الداغر- مرجع سابق - ص 99-100.

167 - منير إبراهيم هندي- الأوراق المالية و أسواق رأس المال-منشأة المعارف -الإسكندرية-1999 - ص 19-20.

2-1- خصائص الأسهم الممتازة

↪ تمتاز هذه الأسهم بخاصة تجميع الأرباح، يقتضي هذا المبدأ أن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

فإذا كان المساهم x مالك لـ 100 سهم ممتاز نسبة أرباحها 5% و قيمتها الاسمية 50 دينار، و لم تدفع الشركة المعنية الأرباح لمدة 4 سنوات لحملة الأسهم الممتازة، فإنه إذا ما قررت توزيع الأرباح في السنة الخامسة يجب عليها دفع كافة الأرباح المتأخرة لحملة الأسهم الممتازة أي دفع:

$$5\% * 50 \text{ دينار} * 4 * 100 = 1000 \text{ دينار للمساهم } x \text{ قبل إجراء أي توزيع على المساهمين العاديين.}$$

وهناك بعض الشركات التي تصدر أسهما ممتازة دون الالتزام بدفع متأخر من الأرباح وهي قليلة جدا لعدم إقبال المساهمين عليها.

↪ لها ثلاث قيم : اسمية، دفترية و سوقية.

↪ تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد، سواء بالشراء من حملتها أو استبدالها بأسهم عادية إذا ما رغبوا في ذلك.

↪ تأتي في المرتبة الثانية من حيث الأسبقية في الحصول على الأرباح أي بعد دفع فوائد الديون، فعادة ما يكون منصوبا في عقد الشركة أن حملة الأسهم الممتازة لا يمكنهم إجبار الشركة على دفع الأرباح بينما يمكن ذلك بالنسبة للدائنين.

↪ حق المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أية نسبة محددة مسبقا.

↪ تمتاز هذه الأسهم بأنها وسيلة لتوزيع الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

2-2- أنواع الأسهم الممتازة

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية هناك أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت إضافة إلى الأسهم الممتازة القابلة للتحويل.

الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم و في عام 1982 ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزانة على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على

تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5 % من القيمة الاسمية للسهم و إن كان يشترط أن لا تزيد النسبة عن 15.5 % من تلك القيمة¹⁶⁸.

✍ الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت

وهي حق يستفيد منه المستثمر ويتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لإدارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحة مستثمريه وهي إقرار التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة¹⁶⁹.

✍ الأسهم الممتازة بدون حق التصويت

هي أسهم لا يحق لحملةها حضور الجمعيات العامة للمساهمين ولا حق التصويت، يتم اللجوء إليها كوسيلة للتمويل دون فقد السيطرة على الشركة الممولة أو على الأقل دون فقدان الأولوية، فهي أداة لرفع رأس المال مع ضمان استقرار الشركة. بالمقابل حقوق المساهمين هنا ممتازة في حالة توزيع الأرباح وهي تجميعية¹⁷⁰.

✍ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل

وهي فرصة تحويل الأسهم الممتازة إلى عدد من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة¹⁷¹.

✍ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي إلزامية لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد ولمدة زمنية محدودة من تاريخ الإصدار وذلك لتقليص عدد الأسهم الممتازة.¹⁷²

✍ الأسهم الممتازة غير التجميعية: يحصل المساهمون في هذه الحالة على أرباح تحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم قبل توزيع بقية الأرباح على المساهمين العاديين،¹⁷³ ولكن لا يحق لحملةها الحصول على الأرباح التي لم توزع في السنوات السابقة.

✍ الأسهم الممتازة التجميعية: تختلف هذه الأسهم عن سابقتها في أنه إذا لم تتمكن الشركة من توزيع الأرباح جزئيا أو كليا لسنة أو أكثر لسبب أو آخر، فإنه بمجرد إجراء توزيعات يحصل المساهمون الممتازون على أرباح كافة السنوات السابقة التي لم يتم فيها توزيع، قبل إجراء أي توزيع على المساهمين العاديين¹⁷⁴.

✍ الأسهم الممتازة المشاركة بالأرباح : هي تلك الأسهم التي يحصل أصحابها على أرباح إضافية بعد حصولهم على نسبة ثابتة من الأرباح المحددة بشهادة الإصدار وتسديد حقوق حملة الأسهم العادية.

168 - منير إبراهيم هندي- الأوراق المالية و أسواق رأس المال-مرجع سابق - ص 28-29.

169 - محمود محمد الداغر-مرجع سابق - ص 103.

170 - جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع،

الجزائر، الطبعة الأولى ، ص 715.

171 - ناظر محمد نوري الشمري و آخرون-أساسيات الاستثمار العيني و المالي-دار وائل للنشر -الطبعة الأولى-عمان-1999- ص 214

172 - عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2010م ، ص 163.

173 - جبار محفوظ ، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 715.

174 - جبار محفوظ ، المرجع السابق ، ص 715.

➤ **الأسهم الممتازة أخرى:** توجد بعض الأنواع الأخرى من الأسهم الممتازة مثل الأسهم ذات الميزات الضريبية التي يستفيد حملتها من بعض التخفيضات أو الإعفاءات الضريبية، والأسهم ذات الاقطاعات الضريبية المنقولة *précompte mobilier* ، التي تستفيد من الاقطاعات المحفظة. ومن المنطقي أن يكون سعر هذه الأسهم مرتفعاً مقارنة بأسعار الأسهم العادية.

- ويمكن تقسيم الأسهم من حيث درجاتها و مدى قبولها من قبل المستثمر إلى ما يلي¹⁷⁵ :

➤ **الأسهم المتميزة : Blue Chips**

وهي أسهم الشركات العريقة الراسخة ذات التاريخ الطويل في تحقيق العائد وذات العائد المضمون وتحقق معدلات عائد مقبولة و نمو مرتفع لفترات زمنية طويلة، وتتميز هذه الشركات بضخامة رأس مالها وحجم أعمالها و تحقيق العوائد وتوزيع الأرباح حتى في ظروف الكساد الاقتصادي ويتم تداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر وتتمتع بمركز ائتماني متين.

وتتوزع هذه الشركات على قطاعات اقتصادية متعددة ويهدف المستثمر من شراء أسهم هذه الشركات الحفاظ على رأسماله والحصول على العائد في مختلف الظروف ومنها الظروف غير المواتية، ومثال على أسهم هذه الشركات شركة *Toyota* وشركة مايكروسوفت و تتميز هذه الشركات بما يلي¹⁷⁶ :

- ▲ ضخامة رأس مالها و حجم أعمالها ومبيعاتها.
- ▲ تحقيق عائد سنوي مع الاستمرار في توزيع الأرباح حتى في حالة مرور الاقتصاد بدورة الركود الاقتصادي.
- ▲ ارتفاع عدد المساهمين في هذه الشركات و المستثمرين فيها وارتفاع درجة سيولة أسهمها بشكل مستمر في السوق المالي.
- ▲ متانة مركزها المالي : و يسعى المستثمر من الاستثمار في أسهم هذه الشركات إلى الحفاظ على رأسماله، والحصول على الإيرادات حتى في ظل الظروف غير المواتية اقتصادياً.

➤ **أسهم النمو : Growth Stock**

وهي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها و عوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة وتتميز منتجات هذه الشركات بالتطور التكنولوجي والعرفي وتغيرها حسب الذوق والحاجة و بنماذج جديدة ومتطورة ولذلك فان نفقاتها على البحوث كبيرة لضمان تقديم الحديد من السلع واستمرارية النمو والتطور والاحتفاظ بحصتها السوقية، وتتأثر مثل هذه الأسهم بالسوق وعليه تنذب أسعارها بشكل كبير و لذلك يفضلها المستثمر المضارب.

¹⁷⁵ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 247.

¹⁷⁶ - نفس المرجع، ص 248.

➤ **أسهم الدخل : Income Stock**

وهي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة و بمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، إن طبيعة هذه الأسهم استثمارية حصول حاملها على الإيرادات الجارية من توزيع الأرباح و بمعدل أكثر من متوسط السوق ويفضلها المستثمرون الراغبين في الحصول على دخل نقدي جاري والمستثمر المتحفظ مثل فئة المتقاعدين، إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها.

➤ **الأسهم الدورية :** تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيراداتها والدورات الاقتصادية من الرواج والكساد و التي يمر بها الاقتصاد و تقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج اقتصادي و يرافقه نمو اقتصادي فان هذه الأسهم تحقق ربح وعند الركود تحقق خسارة، ومن الأمثلة على ذلك، شركات صناعة مواد البناء والسيارات.

➤ **الأسهم الدفاعية :** تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى ولو دخل الاقتصاد في مرحلة الركود فان طبيعة منتجاتها لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل (صناعة الأغذية، الأدوية، وبعض الخدمات المهمة للمواطن) و عادة تكون مثل هذه الأسهم قادرة على تحقيق عائد أفضل من المتوسط.

➤ **أسهم المضاربة :** وهي تلك الأسهم التي تتميز بارتفاع درجة المخاطر على الاستثمار و الناجمة عن احتمالات عدم تحقيق ربح عادي أو تحقيق خسارة، أو إنها تحقق ربح غير عادي مثل أسهم الشركات حديثة التأسيس وذات التكنولوجيا المتطورة والتي تقوم باستمرار بابتكار الاختراعات والمنتجات الجديدة وتطويرها، كما تتميز هذه الشركات بثبات قدرتها التنافسية في السوق وبما يؤدي إلى الحصول على أرباح عالية ترتفع قيمتها في السوق المالي.

3- صناديق و أسهم المؤشرات

يحاول الكثير من المستثمرين المحترفين أن يكون أداؤهم أفضل من أداء مؤشر من المؤشرات، ولكن كيف لصندوق استثماري أن يحقق الأداء نفسه الذي يحققه المؤشر؟ بالطبع يمكن تحقيق ذلك بالقيام بشراء أسهم جميع الشركات التي يغطيها المؤشر و بالبالغ عددها 500 شركة في حالة *S&P500* ! و لكن نجد أن هذه الصناديق عادة تستثمر في عدد أقل من ذلك بكثير و لكنها تستطيع أن تختار الشركات التي تمثل أكبر تأثير على المؤشر و تستثمر فيها¹⁷⁷.

فإذا كنت مقتنعا بأداء مؤشر *Dow Joens* على سبيل المثال يمكنك الاستثمار في أحد الصناديق التي تستثمر في شركات *Dow Joens*. لاحظ أن الاستثمار في شركات المؤشر نفسه لا يتطلب مدير أسهم متميز ولا إلى عشرات المحللين والخبراء كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية الكبيرة، لأن عملية اختيار الأسهم في هذه

177 - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 347.

الحالة سهلة إلى حد كبير، حيث أنها تتطلب فقط شراء أهم أسهم المؤشر أو جميع أسهم المؤشر في حالة مؤشر *Dow Joens* وبذلك فإن تكلفة صناديق المؤشرات تكون أقل من الصناديق المتخصصة.

3-1- أسهم المؤشرات: Index Shares

ظهرت في السنوات الأخيرة طريقة جديدة للاستثمار في شركات المؤشر نفسه بدون الحاجة للاستثمار في صناديق المؤشرات بل عن طريق ما يعرف بأسهم المؤشرات¹⁷⁸ والتي تؤدي الغرض نفسه بأقل تكلفة و أعلى مرونة من الاستثمار في صناديق المؤشرات.

وهي عبارة عن أسهم تباع و تشتري في السوق بالطريقة التي تباع و تشتري بها الأسهم العادية، فتجد أن سهم المؤشر له رمز يستعمل لعرض السعر من خلال أنظمة خدمات الأسعار كتلك المتوفرة عن طريق خدمة *yahoo* وغيرها من الجهات التي تقدم خدمات الأسعار، و هو معرض لقوى العرض والطلب كبقية الأسهم. ومن الممكن بيعه مسبقا (شورت) و تداوله في حساب الهامش و ما إلى ذلك¹⁷⁹.

ومن أسهم المؤشرات التي يمكن للشخص شراؤها هناك مجموعة يتم تداولها يوميا في السوق الأمريكي أشهرها أسهم *DIA* المطابقة لمؤشر *Dow Joens* و أسهم *QQQQ* المطابقة لمؤشر *NAZDAQ100* و أسهم *IVV* المطابقة لمؤشر *S&P500*. ويطلق على أسهم المؤشرات أحيانا مسمى الصناديق الاستثمارية المتداولة (*Exchange traded Fund*) عن طريق السوق المالي (البورصة) المعروفة باختصار *ETF*.

الفروق بين صناديق المؤشرات و أسهم المؤشرات:

يمكنك عن طريق أسهم المؤشرات الشراء و البيع ببسر و سهولة و في أي وقت من أوقات التداول على عكس صناديق الاستثمار التي يتم البيع و الشراء حسب صافي قيمة الوحدة و الذي يحسب في نهاية كل يوم و الذي يساوي:

$$\left(\frac{\text{عدد الأوراق المالية}}{\text{القيمة السوقية للأصول}} - \text{قيمة الخصوم} \right) \text{ صافي قيمة الوحدة} =$$

3-2- أسهم *i Shares* للمؤشرات:

هي عبارة عن محافظ تدار من قبل السوق الأمريكي (*Amex*) مصممة بحيث تكون مطابقة في أدائها لأكثر من 50 مؤشر لمجالات مختلفة، كالمجالات الصناعية والمالية والأسهم الدولية، و بناء على هذه المؤشرات يقوم السوق الأمريكي عن طريق أحد دور الاستثمار المتخصصة بإنشاء محافظ مطابقة في أدائها لهذه المؤشرات و من ثم بيع حصصها على شكل أسهم عادية يأخذ كل منها رمز معين، نذكر منها على سبيل المثال¹⁸⁰:

¹⁷⁸ - وهي طريقة لشراء أسهم جميع الشركات الموجودة في مؤشر ما، كمؤشر *Dow Joens* على شكل سهم واحد.

¹⁷⁹ - فهد بن عبد الله الحويماني، مرجع سبق ذكره، ص 348.

¹⁸⁰ - فهد بن عبد الله الحويماني، مرجع سبق ذكره، ص 349.

الجدول رقم (3) : أسهم المؤشرات من نوع (i Shares)

الرمز	الوصف	i Share سهم
IVV	مطابق لمؤشر (s&p 500)	IShares S&P500 index
IYJ	مطابق لمؤشر (Dow Joens) الصناعي	IShares DJ U.S. industrial index
IYR	مطابق لمؤشر (Dow Joens) لشركات العقار	IShares DJ U.S. Real Estate index
IBB	مطابق لمؤشر (NASDAQ) للتكنولوجيا الحيوية	IShares NQSDQA Biotechnology index
EFA	مطابق لمؤشر جولدمان ساكس للأسهم الدولية	IShares Morgan Stanley Capital International Index

المصدر : فهد بن عبد الله الحويمان، كتاب المال و الاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال 2006 ص

350.

فعلى سبيل المثال إذا أراد شخص أن يستثمر في الأسهم الدولية من باب التنوع و يود تحقيق العائد نفسه الذي تحققه الأسهم الدولية بشكل عام كما سجله مؤشر مورجان ستانلي للأسهم الدولية فيستطيع الشخص شراء أسهم IShares ذات الرمز EFA تماما كما يشتري أي سهم آخر. و بالطبع على المستثمر دفع عمولة الشراء و البيع كالمعتاد.

3-3- أسهم إيصالات الإيداع لمؤشر (S&P) : (SPDRs)

هذه الطريقة المستحدثة من قبل السوق الأمريكي (Amex) تتيح للشخص الاستثمار في قطاع معين من القطاعات التسعة لمؤشر (S&P 500) و تعرف هذه الأسهم الممثلة لكل قطاع بإيصالات الإيداع لمؤشر (S&P 500) (S&P Depository Receipts) و هناك حاليا تسعة أنواع من الأسهم تمثل تسعة قطاعات و هي مبينة في الجدول التالي¹⁸¹:

الجدول رقم (4) : أسهم SPDR للاستثمار في أي من قطاعات مؤشر S&P 500

الرمز	الوصف	اسم سهم SPDR
XLB	حوالي 40 شركة من شركات الصناعات الأساسية كالحديد و الورق و الذهب و الكيماويات.	Basic Industries
XLV	حوالي 45 شركة من شركات الخدمات الطبية و المأكولات الجاهزة و السفر و الترفيه و النشر	Consumer services
XLP	حوالي 69 شركة من شركات الأدوية و أدوات التجميل و المشروبات و المنتجات الغذائية.	Consumer Staples
XLY	حوالي 67 شركة من شركات الطيران و صناعة السيارات، شركات البناء، الأجهزة الكهربائية و المتولية.	Cyclical/Transportation
XLE	حوالي 28 شركة من شركات البترول و منتجاته و الغاز الطبيعي و الخدمات الخاصة بها.	Energy
XLF	حوالي 72 شركة من شركات الخدمات المالية و البنوك.	Financial

181 - فهد بن عبد الله الحويمان، مرجع سبق ذكره، ص 350.

XLI	حوالي 43 شركة من شركات المنتجات الصناعية، تجهيزات البناء و المكنائن الصناعية و حلول النظافة.	Industrial
XLK	حوالي 97 شركة من شركات الصناعات العسكرية و أجهزة الاتصالات و الكمبيوتر.	Technology
XLU	حوالي 39 شركة من شركات الهاتف و الكهرباء.	Utilities

المصدر : فهد بن عبد الله الحويماي، كتاب المال و الاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال 2006 ص 351.

لاحظ أن مجموع الشركات في القطاعات التسعة يساوي 500 شركة و هي الشركات الممثلة لمؤشر S&P 500. إن هذه الطريقة تسمح للمستثمر التركيز على قطاعات معينة داخل المؤشر و ليس على جميع شركات المؤشر، فإذا كنت ترى أن أهم قطاعين في مؤشر (S&P 500) هما قطاع الطاقة و قطاع الخدمات المالية تستطيع شراء أسهم XLE و XLF المبينة في الجدول أعلاه.

3-4- الأسهم القابضة : (Holders)

من أفضل الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تقدم كذلك عن طريق السوق الأمريكي (Amex) ما يعرف بالأسهم القابضة (Holding Company Receipts) و هي شبيهة بأسهم إيصالات الإيداع (SPDRs) حيث يقوم بنك مختص بإيداع عدد معين من الأسهم لديه لشركات معينة تعمل كلها في نفس القطاع و من ثم يقوم بإصدار أسهم جديدة بناء على تلك الأسهم¹⁸².

الفائدة الحقيقية من الأسهم القابضة هي أنها تتيح للمستثمر تنويع استثماراته في مجالات أكثر تخصصا بطريقة سهلة لا تتطلب جهدا كبيرا من قبله و لا تكلفة عالية. فبدلا من شراء كمية من الأسهم من عدة شركات يستطيع الشخص شراء عدد معين من الأسهم القابضة و يعامل وكأن لديه أسهم فعلية في كل من الشركات الممثلة في السهم القابض فيحصل على الأرباح الموزعة و التقارير السنوية و حق التصويت وهكذا و من الأسهم المتوفرة حاليا عن طريق السوق الأمريكي ما هو مذكور في الجدول الموالي:

الجدول رقم (5): بعض الأسهم القابضة المتداولة في السوق الأمريكي (Amex)

الرمز	الوصف	السهم القابض
BBH	يغطي عددا من أسهم شركات التكنولوجيا الحيوية	Biotech HOLDERS
BDH	يغطي عددا من أسهم شركات الاتصال عالي السعة	Broadband HOLDERS
BHH	يغطي عددا من أسهم شركات التجارة الإلكترونية بين الشركات	Biotech HOLDERS
HHH	يغطي عددا من أسهم شركات الانترنت	B2B Internet HOLDERS
IIH	يغطي عددا من أسهم شركات البنية التحتية للانترنت	Internet Infrastructure HOLDERS
IAH	يغطي عددا من أسهم شركات أنظمة الانترنت	Internet Architecture HOLDERS
PPH	يغطي عددا من أسهم شركات الأدوية	Pharmaceutical HOLDERS

182 - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 352.

RKH	يغطي عددا من أسهم شركات البنوك الإقليمية	Regional Bank HOLDERS
SMH	يغطي عددا من أسهم شركات صناعة أشباه الموصلات	HOLDERS Semiconductor
SWH	يغطي عددا من أسهم شركات برامج الكمبيوتر	Software HOLDERS
TTH	يغطي عددا من أسهم شركات الاتصالات	Telecom HOLDERS
UTH	يغطي عددا من أسهم شركات الخدمات العامة (الكهرباء، مياه، هاتف)	Utilities HOLDERS
WMH	يغطي عددا من أسهم شركات الأنظمة اللاسلكية	Wireless HOLDERS

المصدر: فهد بن عبد الله الحويماي، كتاب المال و الاستثمار في الأسواق المالية، الطبعة الثانية، مطابع دار الهلال 2006 ص

352.

في جميع هذه الأسهم يجب أن يكون الشراء لمائة سهم على الأقل، فعلى سبيل المثال تستطيع أن تملك 1000 سهم من أسهم *HOLDERS* لمجموعة من شركات التجارة الإلكترونية بشراء الأسهم القابضة ذات الرمز *BHH* و بذلك يكون لديك 1000 سهم من أسهم مجموعة تضم 16 شركة من أشهر شركات التجارة الإلكترونية.

وتنتهي جميع هذه الأسهم في نهاية عام 2040. بمعنى أنه في ذلك الوقت يوقف تداول تلك الأسهم ويحصل من له أسهم فيها على قيمة البيع.

3-5- الاستثمار في إيصالات الإيداع الأمريكية: (ADRs)

بدلا من شراء الأسهم الدولية مباشرة من الأسواق الدولية أو شراء صناديق استثمارية دولية، يستطيع المستثمر شراء بعض الأسهم الدولية التي يتم تداولها في الأسواق الأمريكية و تعرف باسم *ADRs*. الطريقة التي تعمل بها أسهم إيصالات الإيداع هي أن يقوم بنك أمريكي بإيداع عدد كبير من أسهم الشركة الأجنبية لديه و من ثم يقوم بإصدار شهادات أسهم مقابل تلك الأسهم الدولية. و بهذا يحصل المستثمر في الأسواق الأمريكية على أسهم دولية مباشرة من الأسواق الأمريكية و يتم التداول بها بالدولار الأمريكي و بذلك توزع أرباحها بالدولار¹⁸³. وعلى المستثمر أن ينتبه لخطر سعر الصرف لأنه عند شراء السهم الدولي يدفع بالعمولة المحلية.

4- الاستثمار في العقار: يود الكثير من المستثمرين شراء قطعة أرض أو مبنى في مكان معين دون أن يدير العقار بنفسه و ينجز معاملاته القانونية و المالية، علاوة على ذلك فهو يبحث عن المرونة في البيع والشراء والذي ليس من سمات الاستثمار في العقار، نظرا لضعف السيولة فيه.

هنا يجد المستثمر أن الاستثمار عن طريق أسهم شركات العقار، المعروفة باسم *Real-Estate Investment Trust* و يرمز لها بالرمز *REIT* و تنطق "ريت" بكسر الراء، و من مزايا الاستثمار في أسهم "ريت" ما يلي:

✓ إمكانية امتلاك أصناف عديدة من العقار برأس مال قليل، و يستطيع الشخص الاستثمار في شركات متخصصة فقط في الشقق السكنية، أو الفنادق، أو المستشفيات، أو المنشآت الصناعية، و غيرها¹⁸⁴.

¹⁸³ - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 363.

¹⁸⁴ - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 363.

✓ يعتبر الاستثمار في العقار من أفضل الاستثمارات للحماية ضد تضخم الأسعار، كما يعتبر العائد المتحقق خلال بعض السنوات الماضية بأفضل من العائد على الأسهم. ومن بين المعلومات المهمة في هذا المجال ظهور صناديق استثمارية مؤخرا تختص في أسهم *REIT* مما يجد من المخاطرة في شراء أسهم شركة واحدة حيث أن هناك حالات إفلاس لبعض الشركات في السنوات الأخيرة خاصة خلال فترة الأزمة المالية العالمية.

5- السندات

يعبر السند عن صك أو تعهد بسداد قرض أو دين و فوائده، و هو أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال.

أو هو عبارة عن ورقة مالية تعبر عن مديونية تصدرها منشآت الأعمال أو الحكومات المحلية والهيئات شبه الحكومية، و هي قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية¹⁸⁵

✍ و للسندات عدة خصائص مثل :

- ✘ السندات أداة دين.
- ✘ السند أداة استثمارية ثابتة الدخل.
- ✘ السند محدود الأجل.
- ✘ السند قابل للتداول.
- ✘ عوائد السندات تعد للشركة مصروفا و تخفف من العبء الضريبي. و السندات عدة أنواع حيث تقسم وفق أسس متنوعة¹⁸⁶ :

أولا : وفق أساس الأجل

- ✘ سندات قصيرة الأجل لا تزيد مدتها على السنة.
- ✘ سندات متوسطة الأجل لا تزيد مدتها على سبعة أعوام.
- ✘ سندات طويلة الأجل تكون مدتها نحو 25 سنة وأحيانا أقل وأحيانا أكثر.

ثانيا : وفق أساس القابلية للتحويل

- ✘ سندات قابلة للتحويل *Convertible Bonds* يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.
 - ✘ سندات غير قابلة للتحويل *Non-Convertible Bonds* ، أي لا يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.
- أما إذا كانت السندات تصدر في بلد ما وبعملة أجنبية و ليس بعملة محلية فهي سندات دولية، ومثال ذلك الإصدار لصالح فرنسي بالدولار الأمريكي، كما تصدر لصالح مقرض أجنبي، فهي تختلف عن السندات

¹⁸⁵ - Henri Bourachot, Gill Renouard et Jean-Luc Rettel la bourse et les marchés financiers, , Bréal, 2010,p 92.

¹⁸⁶ - مروان شحوط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة-مصر، 2008- ص 147.

الأجنبية *Foreign Bonds* التي تصدر لصالح مقرض أجنبي ولكن بعملة محلية، كأن يتم الإصدار للمقرض الفرنسي لكن بالعملة المحلية.

6- عقود الخيارات : تتعدد الخيارات باعتبارات عديدة و أنواع و أشكال عديدة، فهناك خيارات التعهدات و المؤشرات و خيارات خاصة ببعض الشركات أو المؤسسات أو العملات، غير أنه يكاد يتفق الباحثون في هذا المجال على أن هناك نوعين من الخيارات يعتبران الأهم و الأكثر انتشارا في التعامل في الأسواق المالية و هما :

1-6- خيار الشراء : Call Option

وهو اتفاق يعطي حامله الحق و ليس الإيجاب *The right but not the obligation* في شراء سهم معين أو أية أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة محددة غالبا ما تكون تسعين يوما. ويسمى السعر المتفق عليه بين الطرفين بالسعر الضارب *Strike price* و يفهم من هذا التعريف أن هذا الخيار يعطي المشتري الحق في الشراء أو إلغائه خلال فترة محددة أما البائع فلا يجوز له التراجع عن الصفقة ما دام قد قبض ثمن الخيار وهو ما يعرف بالعمولة أو *Premium*. فالمشتري حصل على الأمان ضد انخفاض قيمة الصفقة، و البائع حصل على العمولة الإضافية لقيمة الصفقة وقت العقد إذ ما أتم المشتري عملية الشراء¹⁸⁷.

2-6- خيار البيع : put option

وهو اتفاق يعطي مشتري هذا الخيار- وهو مالك الأوراق المالية - الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر معين خلال فترة محددة، وليس عليه إجبار بالبيع فهو بالخيار، أما قابض ثمن الخيار فهو مجبر على الشراء إذا ما قرر مشتري هذا الحق البيع بالسعر المتفق عليه خلال الفترة المحددة¹⁸⁸. و يفهم من التعريف السابق أن مشتري هذا الحق هو صاحب الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى و أنه يرغب في بيعها، و لكنه يخشى هبوط أسعارها، فيقوم بشراء حق خيار البيع إذا ما كان السعر مربحا له، ويكون بالخيار و ليس عليه إجبار، أما قابض ثمن الخيار، و هو الذي سيقوم بشراء الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى إذا ما قرر الطرف الأول ذلك، فهو مجبر على الشراء خلال الفترة المتفق عليها لأنه قبض ثمن الخيار. و يتم تنفيذ الخيارات بطريقتين و هي¹⁸⁹ :

◀ عقود الخيار الأمريكية : American Option

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

187- كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية مشتركة على الموقع : <http://www.kantakji.org/figh/Markets.htm> بتاريخ 9 أكتوبر 2007.

188- كمال توفيق حطاب، مرجع سابق على الموقع : <http://www.kantakji.org/figh/Markets.htm>

189- مجموعة من المراجع

■ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 173.

■ John Hull, *gestion des risque et institutions financières*, Pearson Education, France Paris, 2 edition, 2010, P100.

◀ عقود الخيار الأوروبية : *European Options*

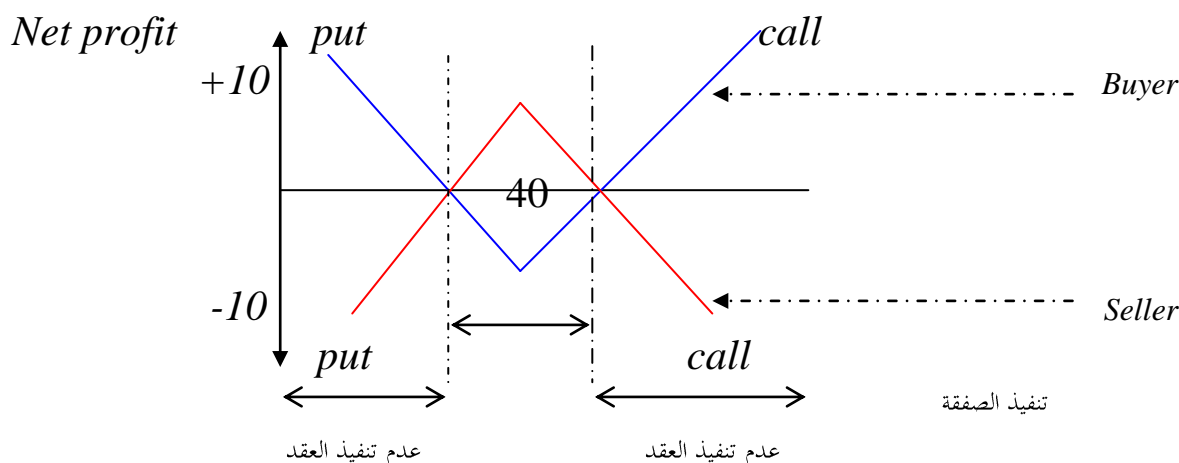
هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

◀ والثالث و هو غير شائع الإستعمال و هو عقد الخيار الآسيوي : *Asian Option*

يطلق عليه خيار متوسط السعر حيث ينظر إلى متوسط السعر طوال مدة العقد و يحتسب السعر على أساس المتوسط الحسابي بينما قلة قليلة تتعامل وفقا للمتوسط الهندسي، و هو ما عرفه شانسن كما يلي: عقد الخيار الآسيوي هو الذي يتم فيه التقابض أي التسوية النهائية وفقا لسعر الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد و لكن وفقا للمتوسط الحسابي لسعر الأصل طوال مدة العقد.

6-3- الاختيار المزدوج ¹⁹⁰ *Double Option* : هو عقد يجمع بين خيار البيع و خيار الشراء و بمقتضاه

يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان مشتريا و إذا انخفضت كان بائعا، و مع تعاضد المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار المزدوج فإنه يتقاضى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء، و يمكن توضيح هذا العقد من خلال الرسم البياني التالي ¹⁹¹ :



لنفترض أن مستثمرا قام بشراء عقد خيار مزدوج لأسهم شركة أمريكية، و بفرض أن سعر التعادل *Striking price* لكلا العقدين هو 40 دولار أمريكي و أن ثمن شراء (المكافأة) عقد الخيار المزدوج هو 10 دولار أمريكي، و المشتري لحق الخيار يتوقع أن تتجه الأسعار بقوة نحو الارتفاع أو الانخفاض بينما البائع يأمل الثبات النسبي للأسعار القائمة أو تقلب محدود للغاية.

و مع هذا فإن المشتري عقد الخيار المزدوج لن يتمكن من ممارسة العقد قبل بلوغ السعر لنقطة التعادل *Break even point* ونكون بصدد نقطة التعادل عندما تكون القيمة السوقية *Market value* للأصل محل التعاقد مساوية لسعر التعاقد مضافا إليه أو مطروحا منه ثمن شراء حق الخيار المزدوج *Straddle*.

¹⁹⁰ - البائع لهذه الأدوات يراهن على استقرار الأسعار.

¹⁹¹ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 175.

ولما كان سعر التعاقد 40 دولار و كانت تكلفة شراء العقد هي 10 دولار فان نقطتي التعادل تحدث عند 30 و 50 دولار، و بالتالي سوف يكون بوسع مشتري الخيار المزدوج أن يمارس حقه بأن يكون شاريا عندما يصل السعر إلى 50 دولار أو إلى ما هو أعلى منه.

أو أن يمارس حقه كبائع عندما يصل السعر إلى 30 دولار أما هو أدنى منه، أما ما بين السعرين 30 و 50 لن يتمكن مشتري حق الخيار من تنفيذ العقد و سيتحمل الخسارة المتمثلة في ثمن الخيار مضافا إليه العمولة والضرائب و تمثل الخسارة في هذه الحالة قيمة استثماراته في عقد الخيار المزدوج.

7- العقود الآجلة : و العقد الآجل عبارة عن اتفاقية بين شخصين لتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا و بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ، و يتحدد في العقود عادة مواصفات الأصل كدرجة الجودة أو التصنيف والكمية و طريقة التسليم و مكان التسليم و طريقة السداد حيث يتم التفاوض على جميع هذه الأمور بين البائع و المشتري.

وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزانة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، و عندها تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة *(FRA) forward rate agreement* فبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقا، و أن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، و بذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة.

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية، فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى على أن يقبض ثمنها بعد ستة شهور مثلا بالعملة الأجنبية، و توقع (أ) أن تنخفض قيمة العملة الأجنبية مستقبلا فان بإمكانه أن يبيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنيا على أن يتم التسليم بعد ستة شهور، و بذلك فان أي انخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية. و في العادة فان الصحف و المجلات العالمية تنشر معلومات تفصيلية عن أسعار العقود الآجلة والمستقبلية للعملات بتواريخ متعددة قد تمتد من شهر إلى 12 شهرا.

8- عقود المستقبلية : Future

هي عقود لشراء السلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل و يتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقا يسمى بالسعر المستقبلي على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد، و يعرف بأنه اتفاقية بين

مستثمر و مؤسسة تقاص *Clearing Corporation* لاستلام أو تسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلا
وبسعر محدد سلفا¹⁹².

وبهذا التعريف يكون العقد المستقبلي بين طرفين أحدهما مشتري العقد و الآخر بائعا له، و يكون التعامل بالعقود المستقبلية على الأصول الحقيقية و الأوراق المالية و مؤشرات السوق المالي.
ويساهم الوسطاء في إبرام العقود المستقبلية و يكون تداولها بطريقة المزاد المفتوح إذ يقوم الوكلاء عادة بتنظيم التسويات بين طرفي العقد آخذين بعين الاعتبار ما يحدث من تقلبات سعرية وتأثير ذلك على طرفي العقد، ويتم دفع ما نسبته 15 % من قيمة العقد كهامش (*Margin*) لدى الوسيط يتم تسويته بعد إجراء التسويات اليومية التي تحدث على الأسعار و هذه التغيرات في الأسعار تنعكس على رصيد كل منهما.

و العقود المستقبلية تكون موحدة من حيث تاريخ الاستحقاق و يتم تداولها بوحدة نقدية موحدة و مضاعفاتها، مثلا نجد أنه يتم تداول العقود المستقبلية في نقدية \$ 100.000 أو بمضاعفاتها و أن دور الوسيط يكون بين المشتري و البائع حيث يقوم بدور الكفيل لكل منهما لتنفيذ شروط العقد.

ولضمان التزام الأطراف بتنفيذ شروط العقد فإنها تفرض على المشتري نوعين من الهامش *Margin* هما :
* هامش أولي أو مبدئي لضمان شروط تنفيذ العقد

* هامش تغطية الخسائر (*Maintenance Margin*) لتغطية أي خسائر أخرى تنتج عن تحركات الأسعار في السوق.

و تتميز العقود المستقبلية بأنها عقود موحدة من حيث قيمة العقد و تاريخ التسليم، تاريخ التعاقد، نوع الأصل محل العقد، سعر التنفيذ أو سعر التسوية و مكان و طريقة التسليم.

ويمكن استخدام العقود المستقبلية لأغراض المضاربة (*Speculation*) من خلال استخدام ميزة المتاجرة بالهامش. إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود قيمة الهامش المطلوب حتى يدخل السوق إما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية بسبب التقلب في الأسعار. كما تستعمل لأغراض التحوط (*Hedging*) بهدف تخفيض مخاطر المستثمرين الناجمة عن تقلب أسعار الأصول في الأسواق مهما كان نوعها و يتم التحوط في هذه العقود عن طريق شراء العقد أو بيعه.

➤ أهم وجوه الاختلاف بين العقود الآجلة و المستقبلية

◀ بينما يجري التعامل على العقود الآجلة *Forward contracts* في السوق الغير رسمية *Over – (O.T.C)* *The- counter market* فانه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

192 – دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 411.

◀ العقود المستقبلية جميعها نمطية *Standardized* في بنودها و شروطها خلافا للعقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين، من حيث حجم العقد *Size* و مدته *Expiration* وصفاته أو جودته *quality*.

◀ العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقا لحركة و اتجاهات الأسعار ومع التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة *Clearing house* يوميا، و لذا اصطلح على العقود المستقبلية *Future Market* بأنها *Marked-to-Market*. بمعنى أن مركز كل من المتعاقدين يتم تقويمه *Valuating* وتحديد الفروق بين سعر التسوية الحالي و الذي يمثل متوسط أسعار اليوم و سعر التسوية لليوم السابق، و ذلك من خلال التسوية اليومية *Daily Settlement* فإذا ما كان الفرق ايجابيا أضيف مقدار الزيادة إلى حساب التأمين *Margin account* بمن يحتفظ بمركز طويل *Long position* (المشتري) و المودع لدى غرفة المقاصة *Clearing house* خصما من حساب المتعاقد المتحفظ بمركز قصير (البائع) ، أما العقود الآجلة فرغم أن جمهور الكتاب يذكرون أن هذه العقود لا تخضع للتسويات اليومية إلا أنه ورد بأحد المراجع أن العقود الآجلة تخضع و قد لا تخضع لنظام التسوية اليومية وأن ذلك إنما يتوقف على رغبة طرفي التعاقد¹⁹³.

A forward contract may or may not be marked to market, depending on the wishes of the two parties.

◀ في العقود المستقبلية يتم إيداع تأمين ابتدائي *Initial Margin* لدى غرفة المقاصة *clearing house* و التي تقوم بدورها كوسيط *Intermediary* و ضامن *Guarantor* لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود. و في غياب هذه الجهة فان كل طرف يصبح مسئولا أمام الآخر فإذا لم يوف أحدهما التزاماته تعرض الطرف الآخر لمخاطر عدم الوفاء *Default risk* التي تمثل أحد مثالب التعامل في الأسواق الغير رسمية كما يقوم الطرفان بإيداع تأمين يطلق عليه *Maintenance Margin* ويمثل المقدار أو الرصيد الذي يتعين الحفاظ عليه كحد أدنى بعد كل تسوية، فإذا ما انخفض الرصيد عن حده المقرر يتعين زيادة الحد، أو رصيد التأمين إلى المستوى المطلوب *additional may be required* بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في عقد آجل بإيداع هذا التأمين.

◀ خلافا للعقود الآجلة *Forward contracts* فان العقود المستقبلية *Future Contracts* غير ملزمة، غير أن أغلب الكتاب متفقون على أن كلا من العقود الآجلة و المستقبلية ملزمة *Binding* و هو ما ذهب إليه صندوق النقد الدولي بقوله¹⁹⁴ : *Forward and future are binding, non contingent contracts.* و بذلك يلتزم البائع بتسليم العقود عليه للمشتري وإلزام الشاري بسداد الثمن مقابل الأصل محل التعاقد.

¹⁹³ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات-مصر 2005 ، ص 201.

¹⁹⁴ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المرجع السابق ، ص 202،203.

انطلاقاً مما سبق يمكن تعريف العقد الآجل و المستقبلي بدقة كما يلي ¹⁹⁵:

❖ العقد الآجل هو عقد ثنائي خاص مؤجل تنفيذه و الذي يقتضي تسليم كمية معينة من الملكية بسعر محدد في تاريخ محدد في المستقبل ولا يطالب أطراف العقد بإيداع أي ضمان ¹⁹⁶.

❖ أما العقد المستقبلي فيتم الترتيب له من خلال السوق المنظمة وهو اتفاق بين المشتري والبائع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لاحق ووجه الخلاف بين هذا العقد و العقد الآجل، أن هذا الأخير يكون السعر ثابت طول مدة صلاحية العقد، فان العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية ويتم تعديل قيمتها وفقاً لسعر التسوية ويستفاد من ذلك أن التسويات النقدية الحقيقية تتم بصفة يومية بين الشاري والبائع واستجابة لعمليات التسويات اليومية حيث توصف السوق بأهما Marked Market .

❖ ويستفاد مما تقدم أن أهم السمات الرئيسية المميزة للعقد هي :

- ✓ أن التعامل على هذه العقود يتم من خلال الأسواق الرسمية أي البورصة.
- ✓ أن التسوية من جانب غرفة المقاصة لا تتم في نهاية العقد وإنما تجري التسويات بصفة يومية استجابة لتغيرات الأسعار.
- ✓ أن العقود المستقبلية تتطلب وديعة لدى شركة المقاصة كتأمين أو ضمان Margin deposit بنسبة تتراوح ما بين 5 و 10%.

¹⁹⁵ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، المرجع السابق ، ص 207-211.

¹⁹⁶ - A forward contract is a private bilateral executor contract that typically calls for the delivery of specified quantity of property at a fixed price at a set date in the future. The parties are not required to post collateral

المطلب الثاني : تقنيات التعامل أو التسعير في البورصة

لا تختلف عملية تسعير الأوراق المالية في البورصة عنها كثيرا في الأسواق العادية حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها و بذلك تتفاعل قوى العرض و الطلب و تتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية. و يتم تداول الأوراق المالية عن طريق سمسارة متخصصين في ميدان الأسواق المالية سواء كانوا أفراد مستقلين أو هيئات على شكل مؤسسات أو شركات و ساطة استثمارية متخصصة و مرخص لها مزاوله هذا النوع من التعامل، وفي هذا الصدد نذكر أن من أهم طرق التداول هي ثلاثة :

✳ **المصرف أو البنك :** يتوجه المستثمر لأي بنك يفتح فيه حسابا ثم يوكله في شراء وبيع الأسهم أو الأدوات المالية ويقوم البنك بالتعامل في السوق نيابة على هذا المتعامل.

✳ **السمسار :** حيث يتوجه المستثمر الراغب في الاستثمار والتعامل في السوق المالي إلى السمسارة الخبراء في ميدان التداول في قاعات البورصة و توكيلهم في إتمام صفقات البيع و الشراء نيابة عنه، وقد يتوجه إلى شركات و ساطة متخصصة في هذا الحقل و هو الأكثر و الأغلب في هذه الأيام حيث ازدادت ضخامة العقود المالية.

✳ **عن طريق الشبك العنكبوتية :** و ذلك بالدخول إلى مواقع الشركات و الأسواق المالية حسب رغبة المستثمر أي الدخول إلى مواقعها الالكترونية حيث يستطيع أي عميل أو مستثمر فتح حساب في هذه الشركات بكل بساطة.

➤ أما بالنسبة لعملية انتقال السهم من البائع إلى المشتري فيكون بإحدى الطرق التالية¹⁹⁷ :

▲ بالنسبة لتداول الأسهم الاسمية يتم تداولها عن طريق التسجيل حيث يسجل اسم المشتري على ظهر السهم في جدول خاص يسمى جدول التنازلات وفي ذات الوقت يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة ويوقع اثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على التنازلات.

▲ و بالنسبة لتداول الأسهم لحاملها يتم تداولها عن طريق الحيازة الفعلية حيث تنتقل ملكيتها بمجرد الحيازة الفعلية للسهم.

▲ أما بالنسبة للأسهم للأمر فيتم تداولها عن طريق التظهير حيث يتم نقل ملكية السهم إلى المشتري بالكتابة على ظهر السهم بأنه تم تحويله إلى المشتري دون الرجوع إلى الشركة المصدرة.

1- ماهية السعر في بورصة الأوراق المالية :

عند هذه النقطة سيتم عرض بعض التعاريف الخاصة بالسعر، ووظائفه وكذا العوامل المؤثرة في تحديده.

1-1 مفهوم السعر : هو السعر الناتج عن التداولات و المعاملات التي تتم في البورصة والمعلن عنه أثناء

انعقاد جلسة البورصة والذي يتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة¹⁹⁸.

197 - محمد ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، رسالة ماجستير، دار ابن حزم-2008، ص 194.

198 - سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجة القانونية، القاهرة- دار النهضة العربية، 2001-ص 392.

وعرف الكتاب البلجيكيون السعر في البورصة بأنه السعر المحدد في جلسة البورصة لبضاعة من نوع معين أو لورقة مالية من نفس السلسلة¹⁹⁹.

ومن خلال هاذين التعريفين يمكن القول أن السعر هو القيمة الناتجة عن التداولات و التعاملات التي تتم في البورصة على الورقة المالية أو نوع معين من البضاعة، وهو يتحدد ويعلن عنه أثناء انعقاد جلسة البورصة، ويتم تسجيله بعدها.

1-2-1- العوامل المؤثرة في السعر : تتأثر الأسعار في البورصة بالعديد من العوامل، جزء منها يتعلق بالصك أو الورقة المالية، و جزء يتعلق بسوق رأس المال وبالحالة الاقتصادية العامة، و الجزء الأخير يتعلق بآليات خاصة بالبورصة، ويمكن تلخيص هذه العوامل في النقاط التالية²⁰⁰ :

1-2-1- العوامل المتعلقة بالورقة المالية : يدخل الصك المالي البورصة بسعر معين، غير أن هذا السعر قد يتنوع وذلك للأسباب خاصة منها :

■ **درجة العائد :** يتأثر السعر المحدد للورقة المالية بدرجة العائد الذي يحتمل الحصول عليه من وراء حيازته، و مدى احتمال تغيره، و يعد العائد أهم ما يميز الصكوك المالية عن غيرها من الأصول المالية الأخرى، وفي هذه النقطة يمكن التمييز بين الأوراق المالية ذات العائد المحدد كالسندات و بين الأوراق المالية ذات العائد المتغير كالأسهم، والتي يتأثر سعرها بالزيادة التي تحدث في الأرباح التي تدرها مثل هذه الأوراق المالية.

■ **أهمية المدخرات :** تعتبر المدخرات ضمانا لثبات الربح ودوامه كما تسمح بزيادة رأس المال عند الاقتضاء.

■ **الزيادة في رأس المال العيني :** يمكن أن تؤثر الزيادة في رأس المال العيني للشركة المصدرة للصكوك المالية في أسعار الأوراق المالية المصدرة من طرفها، كما أن زيادة رأس مال الشركة بسبب اندماجها في شركة أخرى يمكن أن يؤدي بدوره إلى ازدهار هذه الشركة وزيادة قيمة أوراقها المالية المتداولة في البورصة.

1-2-2- العوامل المتعلقة بسوق رأس المال و بالحالة الاقتصادية العامة : وتتمثل هذه العوامل فيما يلي

■ **اتجاه أسعار سوق الأوراق المالية :** يعتمد ميل اتجاه الصكوك المالية نحو الصعود و الهبوط على العديد من العوامل منها، حجم رؤوس الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية فكلما زادت كميات الأموال المخصصة للاستثمار في الصكوك المالية، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع أسعارها حيث يكون الطلب عليها أكبر من الكميات المعروضة منها، وكلما انخفضت كميات الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية أدى ذلك إلى انخفاض أسعارها حيث أن ما يتم عرضه من تلك الصكوك يفوق درجة الطلب عليها.

199 - سيد طه بدوي محمد ، المرجع السابق، ص 392.

200 - سيد طه بدوي محمد، المرجع السابق، ص 393-397.

كما يعتمد ميل الصكوك المالية على مجالات الاستثمار المختلفة، فإذا تغلب مجال الاستثمار في الأوراق المالية على غيره من مجالات الاستثمار الأخرى، فإن ذلك يؤدي إلى اتساع سوق الأوراق المالية، أما إذا كانت الغلبة لمجالات الاستثمار الأخرى فإن ذلك يؤدي إلى انكماش هذه الأسواق، علاوة إلى أنه كلما زادت حركة رؤوس الأموال الأجنبية الآتية من الخارج نحو الاستثمار في بورصة الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى انتعاش حركة التعامل على الأوراق المالية. و ذلك لوجود عرض كاف من هذه الأموال الأجنبية المتجهة نحو الاستثمار في الأوراق المالية.

■ منافسة الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال

يمكن أن تقوم الاستخدامات الأخرى لرؤوس الأموال بمنافسة الاستثمار في الأوراق المالية، فمثلا قد تساعد الشبكات العامة المتبعة من قبل السلطات العامة على زيادة الاستثمارات العقارية مما يجعل رؤوس الأموال تنعطف عن الاستثمار في الأوراق المالية داخل البورصة، وذلك هدف التحول إلى الاستثمار العقاري و بالعكس قد تبتعد رؤوس الأموال عن الاستثمار العقاري و تتجه إلى الاستثمار في الأوراق المالية نتيجة وجود بعض الممارسات المشجعة من جانب السلطات العامة في الدولة.

■ التحركات الدولية الكبيرة لرؤوس الأموال

قد تقوم بعض الشركات الكبيرة لرؤوس الأموال بممارسة دورها في الاستثمار في الأوراق المالية أو في أي مجال آخر من مجالات الاستثمار، كما أن رؤوس الأموال قد تنسحب من بعض مجالات التوظيف المالي بسبب وجود مخاطر معينة كمخاطر الحرب و الاضطرابات الاجتماعية أو تعرض حق الملكية لبعض الاعتداءات (التأميمات) و هذا ما حدث سنة 1968 حيث هربت رؤوس الأموال الفرنسية إلى ألمانيا بسبب الانخفاض الكبير في حجم المعاملات في البورصة الفرنسية.

1-2-3- العوامل الفنية المتعلقة بآليات خاصة بالبورصة : و تتضمن هذه العوامل ما يلي :

■ **درجة اتساع السوق :** من الملاحظ أنه عندما تقل كمية الصكوك المالية المتداولة في البورصة، فإن ذلك يؤدي إلى حدوث انكماش في التعاملات فيها، و على العكس من ذلك يلاحظ أنه مهما زادت الكمية المتداولة من هذه الصكوك فإن ذلك يؤدي إلى زيادة المعروض منها و كثرة الحائزين لها، وهو ما يؤدي بدوره إلى اتساع سوق البورصة، و كل هذا يؤثر على تحديد السعر داخل البورصة.

■ **تأثير طرق إدارة محافظ الأوراق المالية :** تقوم بعض المجموعات من المستثمرين برصد رؤوس أموال هامة للاستثمار في الأوراق المالية، و هذا يؤثر على سعرها، حيث تقوم هذه المجموعات بتوجيه الجانب الأكبر من رؤوس الأموال للمضاربة في بورصة الأوراق المالية عن طريق محفظة أوراقها تفاديا لحدوث تقلبات حادة في أسعار أوراقها المالية لهذه المحفظة.

■ **العوامل النفسية :** والمقصود هنا أن البورصة تكون أكثر تأثراً بالتوقعات المحدثة لارتفاع أو هبوط الأسعار سواء الحسنة منها أو السيئة، إضافة إلى الأحداث السياسية والأنظمة الضريبية و غيرها من العوامل المؤثرة على الحالة النفسية.

2- طرق التسعير : توجد طرق عديدة للإتمام الصفقات المالية، و هدفها هو تنظيم عمليات البيع والشراء و متابعة أسعار الأوراق المالية، إضافة إلى الحفاظ على استقرار البورصة و استمرار عمليات التداول بما بعيدا عن الأزمات المالية، و هنا يمكن أن نوضح بعض الطرق أو تقنيات تسعير الأوراق المالية من خلال ما يلي :

2-1- طريقة المناذاة

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين أو الوسطاء الماليين في قاعة البورصة و مناداتهم على الأوراق المالية التي يجوزتهم وذلك للإتمام العمليات التي كلفوا بتنفيذها²⁰¹، و التي تعتمد أساسا على إبداء الرغبة في الشراء أو الرغبة في البيع عن طريق المناذاة، حيث يفصح البائع عما في حوزته من أوراق مالية و يوضح السعر المطلوب، ويفصح المشتري عن الأوراق المالية محل الشراء وكميتها والسعر المرغوب لتتلاقى هذه الرغبات عند مستوى سعر معين يحقق رغبة الطرفين، أو جميع الأطراف المتعاملة على نفس الورقة حتى يتمكن موظف البورصة المكلف بالتسجيل بتسجيل السعر المؤقت للورقة محل التفاوض في انتظار إمكانية تغييره نتيجة ورود عروض بيع أو طلبات شراء أخرى على مستوى السوق، و بنفس الكيفية تتم عملية التسعير بالنسبة لبقية الأوراق المالية التي تضمنت طلبات الشراء و عروض البيع في يوم التداول المعني، لكن ما يميزها أن العملية تتم في شبه الفوضى، نظرا لكثرة المتعاملين و قلة خبرة المستثمرين في الأوراق المالية، و تتطلب سرعة فائقة في إيصال المعلومة المرغوبة و تلقي الكم الهائل من المعلومات في ردهة التداول، لذلك فان بيوت السمسرة تستخدم إطارات مدربة على العمل ذات كفاءة عالية لتنفيذ أوامر عملائها في هذا المجال، لكن ميزتها الأساسية أن تسعير الورقة المالية يتم في الوضوح بشكل يحقق رضى جميع الأطراف، وأن قوى السوق و القدرة على مجاراة تغيراته هي الفاصل في ذلك²⁰².

2-2- طريقة الصندوق : Cotation par Boite

تكمّن هذه الطريقة في تخصيص سلطات البورصة لصندوق معين يخص ورقة مالية محل التفاوض تجمع فيه كافة عروض البيع و طلبات الشراء و الأسعار المتعلقة بهما، لتتكفل بعد ذلك في مرحلة ثانية الهيئة المكلفة بالتسعير بفرز مجموع هذه الأوامر و الوصول إلى سعر توازني يعلن عنه لكافة المتعاملين، يحقق عدالة التداول لجميع الأطراف، و يلجأ إلى هذه الطريقة في الوضعيات المعقدة في البورصة، أو إن شهدت هذه الأخيرة مشكلة تسعير

201 - صلاح الدين السيسي، بورصة الأوراق المالية - الأهمية و الأهداف و السبل و مقومات النجاح، ط 1 القاهرة، عالم الكتب، 2003 ص 18.

202 - حياية حسان، دور الخصوصية و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد - دراسة حالة الاقتصاد الجزائري - رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف، السنة الجامعية 2004/2005. ص 139.

ورقة مالية بالطريقة السابقة حيث تستدعي الوضعية دقة أكثر و رقابة من قبل الجهات المختصة حتى يكون السعر المحدد يحقق الرضا لكافة الأطراف، ويحافظ على توازن وعدالة السوق المطلوبة.

2-3- طريقة الأدرج : Cotation par Casier

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة و توضع في الدرج حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة سواء كانت أوامر بيع أو أوامر شراء. ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في تلك الورقة المالية حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها²⁰³.

2-4- طريقة المقابلة : Cotation par Opposition

تقع هذه الطريقة بين الطريقتين الشفوية و الكتابية اللتين سبق شرحهما، حيث يتم تسجيل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. إلا أن طرق التسعير قد تطورت بفعل التقدم التكنولوجي حيث أصبحت كل البورصات و خاصة في الدول المتقدمة تستخدم و سائل الإعلام الآلي و شبكات الانترنت لإتمام الصفقات المالية و التي أصبحت تعقد بواسطة التسجيلات الآلية للحاسوب و بدون حضور المستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر و يعطي سعر التوازن تلقائيا كلما تغيرت ظروف السوق مما يوفر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة²⁰⁴. حيث يقوم مختص بتحديث شريط تداول الأسهم الذي يظهر على شاشة البورصة في أنحاء العالم مشيرا إلى تداول العدد و الكمية التي تمت بها الصفقة و التي تعرف بآخر سعر، أو Last Price. لكن ما يلاحظ على سوق نيويورك أنه يستخدم نظاما آليا عن طريقه يتم إيصال الأمر إلى الأخصائي بدون تدخل من قبل ممثل الوسيط، إلا إن الطريقة اليدوية لازالت تمارس في سوق نيويورك خاصة عندما يكون عدد الأسهم كبير²⁰⁵.

ومن المهم أن نشير عند هذه النقطة أن السعر لا يتحدد عن طريق الطرق السابقة الذكر فقد يتدخل صناع السوق بشراء الأوراق المالية التي قل الطلب عليها أو بيع الأوراق المالية التي قل عرضها مما يوفر سيولة في سوق البورصة يجعلها دائما سوق نشطة و حيوية.

3- أوامر بورصة الأوراق المالية و عملياتها

من أجل توضيح ماهية أوامر البورصة و عملياتها باعتبار أن الأوامر تؤثر بشكل كبير على تحديد سعر الورقة المالية، سنتناولها من خلال النقاط التالية.

²⁰³ - جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، الجزء الثالث، الطبعة الأولى، دار هومة-2002، ص 115-116.

²⁰⁴ - جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص 117/118.

²⁰⁵ - فهد عبد الله الحويجاني، مرجع سبق ذكره، ص 67.

3-1-1- أوامر بورصة الأوراق المالية : تعتبر الأوامر نقطة البدء في عمليات البورصة، حيث يتم فيها إخطار السمسار من قبل العميل برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة و يسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء، و يسمى أمر بيع إذا كانت رغبة العميل هي البيع، وباختصار يطلق على هذه الأوامر بنوعها عبارة أوامر البورصة، و يمكن توضيح ماهية هذه الأخيرة من خلال ما يلي :

3-1-1- مفهوم أمر البورصة : يعتبر أمر البورصة بمثابة التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي (بنك وكييل، شركة بورصة..... الخ) بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية و المنتجات المالية المتداولة بصفة عامة، و يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي عادة على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط²⁰⁶.

و يعرف أمر البورصة كذلك بأنه عبارة عن توكيل من نوع خاص يخضع لقواعد خاصة، حيث يقوم التنظيم العام لمجلس الأسواق المالية بتحديد القواعد التي تطبق على هذا الأمر²⁰⁷.

ويمكن القول أن أمر البورصة عبارة عن تفويض من نوع خاص صادر من العميل إلى الوسيط المالي، يتضمن قواعد دقيقة ملزمة تفرض ضرورة العمل على تنفيذه، و ذلك لأن مكان تنفيذ هذا الأمر خاص ببورصة الأوراق المالية، و موضوعه عبارة عن عمليات تتم على صكوك مالية، كما أن تحرير الأوامر لعقد الصفقات المختلفة يهدف إلى تحقيق الأرباح وتنويع المحافظ المالية للمستثمرين، إضافة إلى الحصول على مصادر التمويل وغيرها من الأغراض التي تختلف باختلاف المستثمر.

3-1-2- شكل أمر البورصة : لما كان أمر البورصة يعد تعبيراً عن إرادة العميل فإن إصداره يكون مكتوباً أو مبلغاً بصورة شفوية و كذلك عن طريق الهاتف، وقد يصدر أمر البورصة من العميل إلى السمسار مباشرة، كما قد يصدر إليه بطريقة غير مباشرة كأن يتلقى السمسار عن طريق بنك العميل أو وسيط ثانوي، و ذلك في حالة كون العميل يقيم في مكان بعيد عن البورصة، وبصفة عامة إذا صدر أمر البورصة بطريقة غير مباشرة إلى سمسار الأوراق المالية أي عن طريق البنك أو الوسيط الثانوي فإن بنك العميل أو الوسيط الثانوي يعتبر كما لو أنه العميل نفسه الذي يبيع أو يشتري صكوكاً لحسابه الخاص.

و على الرغم من أن الأمر المسلم للوسيط عادة ما يحدد ببعض الشروط إلا أنه قد يترك لذلك الوسيط هامش مناورة أو مجالاً للتصرف بحرية، و ذلك حتى لا يضيع الفرص التي تتطلب اتخاذ قرار بسرعة، ودون توفر الوقت للرجوع إلى المستثمر لأخذ رأيه.

3-1-3- شروط أمر البورصة : يشترط في أمر البورصة باعتباره تعبيراً عن إرادة العميل ما يلي²⁰⁸ :

✓ أن يكون صادر عن شخص تتوفر فيه شروط الأهلية.

²⁰⁶ - جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء 3، ط 1، دار هومة، 2002، ص 76.

²⁰⁷ - سيد طه بدوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 493.

²⁰⁸ - سيد طه بدوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 495-496.

- ✓ أن يكون صادر برضا من العميل.
- ✓ أن يكون العميل مالكا للصكوك المراد التصرف فيها بالبيع.
- ✓ أن يكون واضحا و محددا تحديدا كافيا حتى يتمكن السمسار من تنفيذه دون خطأ.
- 3-1-4- بيانات أمر البورصة :** يحتوي الأمر على مجموعة من البيانات التي تعتبر أساسية عند تحريره وتسليمه لوسيط قصد تنفيذه، وتشمل هذه البيانات ما يلي²⁰⁹ :
- ✓ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها، مع العلم أن بعض البورصات تطلب رمزا فقط، إذ يعطى رمز لكل ورقة مالية متداولة.
- ✓ عدد الأوراق المراد التعامل بها.
- ✓ نوع الصفقة، هل هي بيع أم شراء.
- ✓ نوع السوق، الفوري أم الآجل.
- ✓ مدة صلاحية الأمر، يوم، شهر،.....، مفتوح
- ✓ السعر : محدد أو غير محدد.

3-2- أنواع أوامر التعامل في البورصة :

تمثل قواعد و إجراءات التعامل في بورصة الأوراق المالية الأساس الذي يضبط سلوك المتعاملين في السوق، و منه فان توخي الدقة في تحديد تلك القواعد بالشكل الذي يسهل فهمها و استيعابه ا من شأنه أن يساهم في تيسير المعاملات بين مجموع الأطراف داخل البورصة، ومنه توفير السبل أمام الجميع في عقد وإبرام الصفقات²¹⁰.

إن مجموع أوامر العملاء تتمثل في الواقع في نوعين من الأوامر، أوامر بيع أو شراء تصدر عنهم لسماسة الأوراق المالية، و يجوز للعميل أن يصدر أوامره بوسائل الاتصال المختلفة، كالهاتف، التلكس، أو شفويا إذا كانت العلاقة التي تربطه بالسمسار تسمح بذلك، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر الصادرة عن العملاء إلى مجموعتين رئيسيتين :

1- الأمر بسعر السوق : Market Order

يعتبر هذا النوع من أوامر البيع والشراء الطريقة الوحيدة لضمان إتمام عملية البيع أو الشراء بشكل فوري ولكن بسعر غير معروف إلى أن تتم العملية.

2- الأمر بالسعر المحدد : Limit Order

²⁰⁹ - جبار محفوظ، الجزء 3، مرجع سبق ذكره، ص 77.

²¹⁰ - جبار محفوظ، الجزء 3، مرجع سبق ذكره، ص 77.

يستخدم هذا النوع من الأوامر للشراء أو البيع بسعر محدد، بحيث في حالة الشراء فإن المشتري يضمن الحصول على الأسهم بسعر لا يزيد عن السعر المحدد و في حالة البيع فإن البائع يضمن بيع الأسهم بسعر لا يقل عن السعر المحدد²¹¹.

مثال : Buy 1000 Shares, Limit Price = 50\$

و هنا لا يتم الشراء بسعر أعلى من 50 \$ ، لكن يمكن الشراء بأقل من هذا السعر، و تجب الإشارة إلى أن هذا الأمر لا يعني بالضرورة شراء كامل الكمية المطلوبة بل شراء أي عدد من الأسهم إلى 1000 سهم كحد أقصى. و لضمان شراء كامل الكمية بالسعر المحدد يجب جعل الكمية مشروطة أو ما يعرف بخاصية التنفيذ بالكل أو لاشيء (All or None) ، و ذلك للتأكد من تنفيذ جميع الأسهم المطلوبة كاملة، أو لا تتم العملية على الإطلاق.

مثال : Buy 1000 Shares, Limit Price = 25\$;All or None

إلا أن مشكلة الأوامر المشروطة الكمية أهمها تفتقد أولويتها في تنفيذ الأوامر غير المشروطة، بمعنى أنه لو لم تتوفر الكمية كاملة فيمكن تنفيذ أمر آخر (ربما أسوأ من سعر الأمر المشروط) و مشكلة الأمر المحدد (المشروط و غير المشروط) أنه قد لا ينفذ على الإطلاق نتيجة عدم وصول سعر السوق للسعر المحدد، لذا فإن هذا النوع من الأوامر يستعمل عادة عندما يكون هناك رغبة قوية لدى البائع أو المشتري بتنفيذ الأمر بسرعة.

كما و قد تضاف خاصية الوقت لهذه الأوامر لتحديد فترة سريان الأمر، كما يلي :

مثال : Buy 1000 Shares, Limit Price = 25\$;All or Day only

و الذي يعني أن الأمر ساري المفعول حتى إشعار آخر ، و غالبا ما يقوم الوسيط بإلغاء الأمر بعد ثلاثة أشهر إن لم ينفذ.

كما و بالإمكان تصنيف هذه الأوامر حسب سرعة تنفيذها كما يلي²¹²:

الأسرع : الأمر بسعر السوق أي بدون تحديد السعر و بكمية محددة، و لكنها غير مشروطة أي بدون خاصية الكل أو لا شيء *All or None*

مثال : Buy 1000 Shares, At Market

أقل سرعة : أمر بسعر محدد و بكمية محددة و غير مشروطة، حيث لا ينفذ كامل الكمية و يحصل المستثمر على سبيل المثال على 400 سهم بالسعر المحدد بالرغم من أن الأمر لشراء 1000 سهم.

مثال : Buy 1000 Shares, Limit Price = 50\$

²¹¹ - فهد بن عبد الله الخويماي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

²¹² - المرجع السابق ذكره، ص 115.

أبطأ: الأمر بسعر محدد و بكمية محددة و مشروطة و هذا الأمر قد لا ينفذ على الإطلاق لعدم وصول سعر السهم للسعر المحدد أو لعدم توفر الكمية الكافية بالسعر المحدد.

3- أمر الشراء الموقوف :

أمر الشراء الموقوف Buy Stop Order هو أمر شراء بسعر معين يجب أن يكون أعلى من السعر الحالي للسهم، بمعنى أن يكون الأمر على سبيل المثال لشراء عدد معين من الأسهم بسعر 53 دولار بالرغم من أن السعر الحالي للسهم 48 دولار.

Buy Stop 1000 Shares, Stop Price = 53\$

لأن المستثمر يتوقع بأن السهم قد يرتفع بشكل كبير نتيجة إعلان أرباح متميزة أو أن شركة أخرى توشك على شراء تلك الشركة، الأمر الذي يحدث ارتفاعاً بالغاً في سعر السهم، و بهذه الطريقة يشتري السهم فيما لو تجاوز السعر مبلغ 53 \$ ولا يشتريه فيما لو لم تصح توقعاته بشأن ارتفاع السعر.

كما يمكن الشراء بسعر 53 \$ أو 55 \$ أو أكثر، لذا ظهر في السنوات الأخيرة الكثير من الوسطاء ممن يتيح للمستثمر إضافة خاصية تحديد السعر في أوامر الشراء الموقوفة، و كذلك خاصية الكل أو لا شيء، في هذه الحالة يتحول الأمر إلى أمر محدد عند وصول سعر السهم إلى السعر المذكور في أمر الشراء الموقوف، بدلاً من تحوله إلى أمر شراء بسعر السوق، في هذه الحالة يجب ذكر السعر المحدد في طلب الشراء.

Buy Stop 1000 Shares, Stop Price = 53\$, Limit price = 55\$

هذا مثال لأمر شراء 1000 سهم بسعر 55 دولار محدد (أي لا يتم الشراء بأعلى من هذا السعر) و ذلك عندما يصل السعر الحالي للسهم إلى 53 دولار و يجب أن يكون السعر المحدد يساوي السعر الموقوف (Stop) أو يزيد عنه و لا يصبح الأمر نشطاً (أي يتم تفعيله من قبل السوق) حتى تكون هناك حالة بيع أو شراء بسعر مساوٍ للسعر الموقوف المحدد في الأمر، و معنى ذلك أنه لا يكفي وصول سعر العرض أو الطلب إلى 53 دولار ليتم تفعيل الأمر بل يجب تجاوزه و بالإمكان إضافة خاصية الكل أو لا شيء و خاصية ساري المفعول حتى إشعار آخر لهذه الأوامر، و إن كانت هذه الخصائص مهمة للمستثمر فيجب التأكد من توفرها لدى الوسيط قبل فتح الحساب، إذ يدخل في أمر شراء الموقوف ثلاثة أسعار مختلفة يجب أن تراعى عند إدخال أمر الشراء و هي²¹³ :

- السعر الحالي للسهم
- السعر الموقوف
- السعر المحدد

مع العلم أنه يجب أن يكون :

- السعر الموقوف أكبر من السعر الحالي.
- السعر المحدد يساوي السعر الموقوف أو أكبر منه.

²¹³ - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 117.

4- أمر البيع الموقوف :

أمر البيع الموقوف Sell Stop Order (و الذي يعرف كذلك بأمر إيقاف الخسارة) هو أمر بيع بسعر معين يجب أن يكون أقل من السعر الحالي. بمعنى أن يكون الأمر على سبيل المثال لبيع عدد معين من الأسهم بسعر 43 دولار بالرغم من أن السعر الحالي للسهم 48 دولار.

مثال : Sell Stop 1000 Shares, Stop Price = 43\$

و سبب إصدار هذا النوع من الأوامر أن المستثمر يتخوف من انخفاض السهم لذا فيإصدار هذا النوع من الأوامر فهو يحافظ على أرباحه أو رأسماله. كما هو الحال في أمر الشراء الموقوف فإن بعض الوسطاء يتيح للمستثمر إضافة خاصية الكل أولا شيء

Sell Stop 1000 Shares, Stop Price = 43\$, Limit price = 42\$

أما عن الشروط التي تربط السعر الحالي للسهم و السعر الموقوف و السعر المحدد حسب الشرطين التاليين²¹⁴:

○ يجب أن يكون السعر الموقوف أقل من السعر الحالي.

○ يجب أن يكون السعر المحدد يساوي السعر الموقوف أو أقل منه.

أوامر أخرى :

هناك أنواع أخرى من أوامر البيع و الشراء كانت حتى وقت غير متوفرة للمستثمر الصغير، حيث كانت تمارس فقط من قبل كبار مديري الحسابات و المحترفين و غيرهم من المختصين و عن طريقها يمكن إدخال أوامر ذات خصائص عديدة تعطي نوع من التحكم في مجريات الأمر و طريقة تنفيذه. منها على سبيل المثال الأمر "نفذ فوراً أو الغ الأمر" « *fill or kill* » و الذي يزيل الأمر من قائمة الأوامر إن لم يتم التنفيذ فلا يبقى مكشوفاً أمام المتداولين، أي أن هذا الأمر يشبه الأمر بسعر السوق في سرعة تنفيذه و قد يكون مشروط بسعر أو كمية فيكون شبيهاً بالسعر المحدد ، فعلى سبيل المثال لو أراد شخص بيع 10 آلاف سهم بسعر 25 دولار وكان سعر الطلب الحالي 25 دولار و لكن بكمية 1000 سهم فقط، فإن الذي يحصل هو أن يباع للشخص ألف سهم أما التسعة آلاف سهم المتبقية فإنها تلغى ولا تظهر في قائمة الأوامر²¹⁵.

و طريقة أخرى متوفرة لدى بعض الوسطاء هي أمر "بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين" أو

« *Market if Touched* » و الذي يأمر بإدخال أمر بسعر السوق إذا وصل السعر إلى حد معين و هو عكس

أمري البيع و الشراء الموقوف. بمعنى أنه في هذا الأمر يستطيع الشخص أن يشتري السهم بسعر السوق عندما

ينخفض السعر الحالي إلى حد معين و الذي لا يمكن القيام به من خلال أي من الأوامر الأخرى ويستطيع

الشخص البيع بسعر السوق إذا ارتفع السعر الحالي إلى حد معين (الشيء الذي لا يمكن القيام به عن طريق

البيع المحدد العادي و لا البيع الموقوف)

²¹⁴ - فهد بن عبد الله الحويماني، مرجع سبق ذكره، ص 119.

²¹⁵ - المرجع السابق، ص 122.

المطلب الثالث : كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة

لتحديد أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة تستخدم العديد من الطرق و إن اختلفت في شكلها فإنها تتلاقى في المبدأ الأساسي الذي عليه التعامل في البورصة، وهو قانون العرض والطلب. وعليه سيتم التركيز في هذا المطلب على تحديد الأسعار وفق طريقة التوازن بين العرض والطلب من خلال النقاط التالية :

1- مبادئ عملية التسعير : يتم تسعير الأوراق المالية من خلال مقابلة أوامر البيع والشراء الخاصة بها، حيث كلما ارتفع عدد أوامر الشراء الخاصة بورقة مالية معينة مع بقاء العرض كما هو ارتفع سعرها، وبالعكس إذا انخفض ذلك العدد فان السعر ينخفض ونفس المنطق ينطبق على أوامر البيع، إذ كلما ارتفع عددها مع بقاء مستوى الطلب كما هو فان سعر الورقة ينخفض بينما إذا انخفض هذا العدد مقارنة بالطلب فان السعر يرتفع. وتقوم عملية التسعير على المبادئ التالية²¹⁶ :

- ✓ أن المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية معينة بالسعر الأفضل هو في الحقيقة مستعد لشرائها بالسعر المرتفع.
- ✓ أن المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة بسعر محدود و ليكن (x) مثلاً هو مستعد لشرائها بسعر أقل من ذلك.
- ✓ أن المستثمر الذي يرغب في بيع نفس الورقة السابقة بسعر محدود و ليكن (z) مثلاً هو مستعد لبيعها بأكثر من ذلك.
- ✓ أن المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة بالسعر الأفضل هو مستعد لبيعها بسعر ولو منخفض.

2- كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة : ويتم تحديد سعر ورقة مالية معينة عن طريق ترتيب أوامر شراء وبيع الأوراق المالية ابتداء من السعر الأفضل كما هو مبين في الجدولين التاليين :

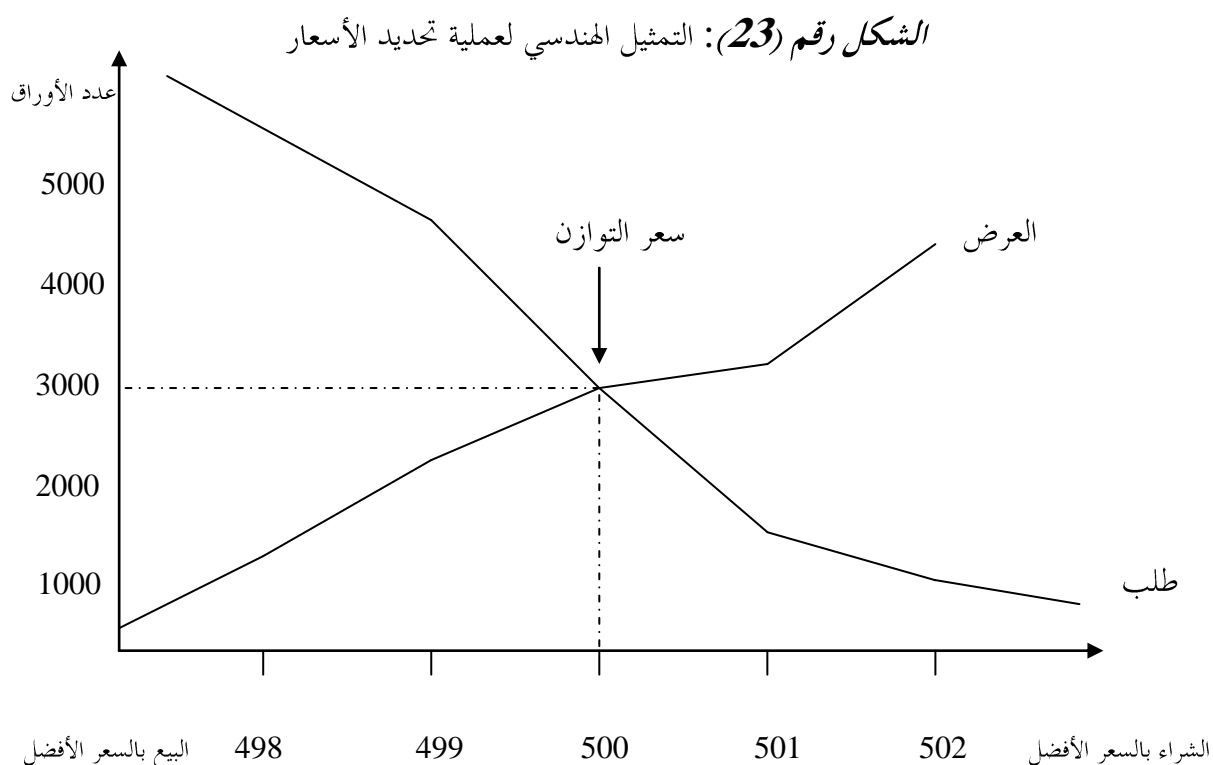
أ - أوامر الشراء			ب - أوامر البيع		
السعر (دج)	عدد الأوراق	رقم الأمر	السعر (دج)	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	800	10	بالسعر الأفضل	100	30
502	200	11	498	1100	31
501	500	12	499	1000	32
500	1500	13	500	800	33
499	1800	14	501	220	34
498	2000	15	502	1150	35

²¹⁶ - جبار محفوظ، الجزء 3، مرجع سبق ذكره، ص 119.

إن ما يميز هذين الجدولين السابقين هو زيادة الطلب بانخفاض السعر وزيادة العرض بزيادة السعر، وهذا أمر منطقي في سوق تسوده المنافسة، ولتحديد السعر الذي تتداول به الورقة المالية يمكن ترتيب البيانات السابقة كما يلي :

العرض (البيع)			السعر	الطلب (الشراء)		
رقم الأمر	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المعروضة		العدد المتراكم للأوراق المطلوبة	عدد الأوراق المطلوبة	رقم الأمر
-----	-----	-----	الأفضل	800	800	10
35	1150	4370	502	1000	200	11
34	220	3220	501	1500	500	12
33	800	3000	500	3000	1500	13
32	1000	2200	499	4800	1800	14
31	1100	1200	498	6800	2000	15
30	100	100	الأفضل	-----	-----	-----

ويمكن تمثيل هذه المعطيات بيانياً و عندها يمكن أن نوضح بدقة أن السعر التوازني قدر بـ 500 دج عندما تتساوى الكمية المعروضة والمطلوبة من الأوراق المالية عند 3000 ورقة.



3- آليات التأثير على أسعار الأسهم :

هناك بعض الآليات تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض وبآليات معين نذكر أهمها²¹⁷:

3-1- إعادة شراء الأسهم : إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها، و يؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع ربحية السهم²¹⁸ وقيمه السوقية ولتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي :

لنفرض أن شركة ما حققت أرباحاً مقدارها 2.25 مليون دولار وأن عدد السهم القائمة لدى هذه الشركة تبلغ 900 ألف سهم تباع بسعر 70 دولار للسهم، وترغب الشركة إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار، فما أثر ذلك على كل من قيمة سهم الشركة وربحيته؟

♦ سعر سهم الشركة كان 70 دولار.

نصيب السهم من الأرباح هو $900000/1800000 = 2$ دولار، فتصبح قيمة السهم $2+70 = 72$ دولار.

♦ عدد الأسهم التي تستطيع الشركة شرائها هي :

$180000 / 72 = 25000$ سهم ، أما عدد الأسهم القائمة بعد الشراء ستكون : $900000 - 25000 = 875000$ سهم.

ربحية السهم كانت قبل إعادة الشراء $900000 / 2250000 = 2.5$ دولار

♦ أما بعد الشراء ستكون : $875000 / 2250000 = 2.57$ دولار.

إذ يلاحظ أن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة الشراء و لكن ما هي الفائدة التي عادت على المساهمين من جراء سياسة التوزيع المتبعة، و يكون قرار الخيار بين الحصول أو عدم الحصول على توزيعات نقدية، فالمستثمر الذي بحاجة إلى توزيعات نقدية يمكنه أن يبيع جزء مما يملكه من الأسهم، أما المستثمر الذي لا يحتاج إلى توزيعات نقدية فيمكنه الاحتفاظ بالسهم في الوقت الذي ترتفع قيمته السوقية.

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين و بعض حملة الأسهم : فمثلاً إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة و كذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة ولا يجوز إعادة الشراء عن طريق الإقراض.

3-2- التوزيعات في صورة أسهم : Stock Dividends

²¹⁷ - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

²¹⁸ - ربحية السهم الواحد، E.P.S تقدم الشركات المتداولة في البورصة معلومات عن ربحية السهم العادي الواحد بعد استبعاد أرباح الأسهم الممتازة إن وجدت و ذلك في قائمة الدخل التي تعد عن الفترة، و ذلك لما لهذا الرقم من أهمية في قياس العديد من المؤشرات المالية.

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عددا من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية و عادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة، ومن مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم.

فمثلا لو كان سعر سهم شركة ما 30 دولار و لدى مساهم في هذه الشركة 200 سهم، معنى ذلك أن ثروة هذا المساهم تبلغ $30 * 200 = 6000$ دولار، و لو قررت هذه الشركة توزيع 10 % أسهم مجانية، فسيكون نصيب هذا المساهم $0.1 * 200 = 20$ سهم، و تصبح قيمة السهم $220 / 6000 = 27.3$ دولار، ومن هنا نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30 دولار للسهم الواحد إلى 27.3 دولار للسهم²¹⁹.

3-3- اشتقاق الأسهم : Stock Split

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال وهو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم الأسهم و أحيانا تفتيت الأسهم، و تختلف هذه السياسة مع سابقتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطلب عليه وبالتالي يترك أثره الايجابي على مستوى سيولته، ذلك أن زيادة عدد الأسهم نتيجة الاشتقاق لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح الشركة، وعليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح والتوزيعات، وهذا الأمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم مما يحقق له سيولة أفضل²²⁰.

219 - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

220 - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 13.

المطلب الرابع : أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية عملية ذات مخاطر عديدة أهمها مخاطر تقلب الأسعار، لذلك يلجأ المستثمرون لأكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية التي يرغبون الاستثمار فيها، فبخلاف الطريقة العشوائية يوجد التحليل الأساسي و التحليل الفني، فالأول يركز على المؤسسة و المحيط الذي تتطور فيه، في حين يركز التحليل الفني على الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي من خلال معرفة الاتجاهات السعرية و التغيرات التي تحدث في الأسعار.

1- التحليل الأساسي : يطلق على أصحابه بالأساسيين *Fundamentalists* يعني تحليل البيانات و المعلومات المالية والاقتصادية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة²²¹.

ويركز التحليل الأساسي على الظروف الاقتصادية مثل مستوى التوظيف والنمو الاقتصادي والظروف المالية كالتغيرات في أسعار الفائدة، و يبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المنشأة على كسب ربحيتها وإمكانية نموها، ومصادر تمويلها، ويقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانية نمو قوية ويتم التركيز في ظل هذا المدخل على الأداء الاقتصادي للمنشأة وإمكانية تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها، وتعتبر النسب و البيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الأساسية للمدخل الأساسي²²².

لكي يتم تحديد السعر المناسب لسهم أي مؤسسة فيجب على محل الأوراق المالية التنبؤ بالربح والتوزيعات للمؤسسة موضوع التحليل ويشكل هذا الجوهر التحليل الأساسي والذي يعني تحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، ولا شك أن نجاح المؤسسة في مجال النشاط الذي تنتمي إليه يحدد بالتوزيعات التي تدفع لحملة الأسهم والسعر المطلوب للسهم في السوق، كما أن مستقبل المؤسسة مرتبط بالحالة الاقتصادية العامة، لذلك يجب عند تحليل قيمة المؤسسة أو السهم الأخذ بعين الاعتبار البيئة و الظروف التي تعمل فيها المؤسسة، حيث نجد أن الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة لها تأثير كبير على بعض الشركات عن الشركات الأخرى و ينعكس بالتالي على الأرباح²²³.

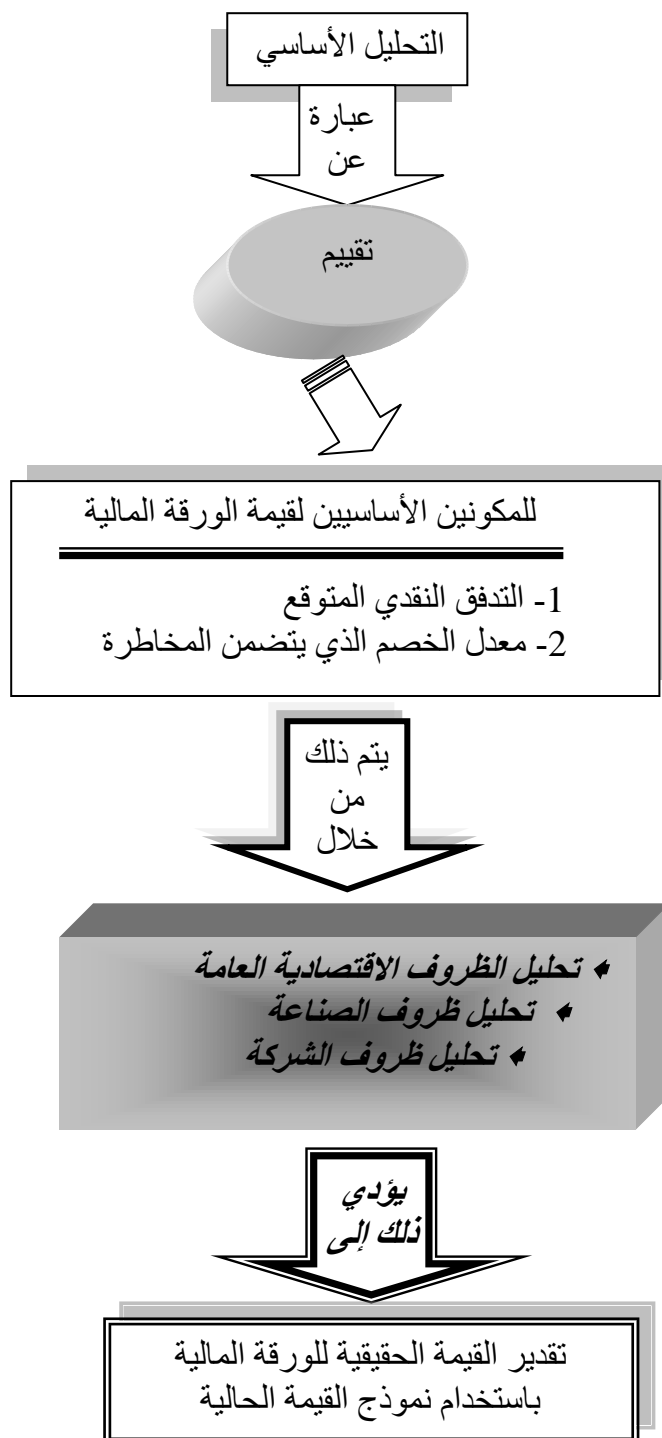
وفي الأخير نقول أن التحليل الأساسي هو التحليل الذي يهدف إلى إيجاد السعر العادل للورقة مالية ما ابتداء من تحليل العوامل المؤثرة على سعرها، مع العلم أن العوامل التي تؤثر على سعر السهم هي نفسها العوامل التي تؤثر على الربحية المتوقعة للمؤسسة، والرسم البياني التالي يوضح الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية.

221 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 159.

222 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 4.

223 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 256.

الشكل رقم (24) : الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية
A Framework For Fundamental Security Analysis



المصدر : محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية- الإسكندرية، 1998 ، ص39.

وفي ظل التحليل الأساسي يهتم المستثمر بما يلي²²⁴ :

◀ الأرباح المستقبلية

◀ نصيب السهم من الربح الموزع سنويا.

◀ المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.

ومن ثم يمكن القول أن مفهوم التحليل الأساسي هو الأداة التنبؤية للظروف الاقتصادية العامة، وتحليل الصناعة التي ينتمي إليها المشروع، و تحليل التقارير المالية للشركة بهدف التعرف على درجة نمو المشروع وقدرته على تحقيق أرباح مستقبلية وأثر ذلك على سعر السهم.

2- آلية التحليل الأساسي وخطواته

يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة بين السبب والنتيجة Cause Effect Relationship على مستويات ثلاثة :

● الاقتصاد في مجموعه.

● السوق بقطاعاته.

● الشركة أو الوحدة المؤسسية المنفردة.

وتكمن صعوبة التحليل الأساسي في أنها لا تستثني أي عامل مؤثر داخل المستويات الثلاثة المشار إليها، وعموما يمكن استعراض خطوات هذا التحليل على النحو التالي :

للم تحديد الأهداف التي يطلب من عملية التحليل تحقيقها، وقد تأتي أهداف التحليل في صيغ كلية حين يكون ذلك هو المطلوب، أما حين يكون الأمر متعلق بقرارات استثمارية معينة على التحليل الأساسي أن يقدم لمتخذ القرار وصفا أكثر وضوح يتضمن استنتاجات يبني عليها القرارات الاستثمارية إيجابيا أو سلبيا. ومع ذلك فإن التحليل الأساسي لغاية الاستثمار يتطلب الإشارة إلى الأوضاع العامة المحيطة بالقرار الاستثماري على شكل أطر وحقائق كلية Aggregates Facts تكون في العادة نقطة البداية التي يدخل منها المحلل الأساسي إلى التفاصيل الخاصة بقضية أو مجموعة من القضايا المحددة.

للم بعد تحديد هدف التحليل، يشرع القائمون عليه في عملية تجميع و تركيز الإحصائيات و المعلومات اللازمة لإنجاز عملية التحليل، و تأتي هذه البيانات في مصادر متعددة كالتقارير الحكومية الرسمية، و ما تنشره المجلات والدوريات المتخصصة، و مؤسسات البحث العلمي، و من أسواق الأوراق المالية، والجهاز المصرفي، وبيوت السمسرة، و الشركات المالية، و من التقارير السنوية للشركات و وحدات الإنتاج المختلفة، أو غير ذلك من المصادر المحلية والدولية.

للم ثم يشرع المحلل في دراسة البيانات المتجمعة بالتفصيل للتحقق من طبيعة الآثار التي تكون لها في قيمة السلعة أو أداة استثمارية معينة، بمعنى أن يصل المحلل إلى تلك العلاقة التي تربط بين معلومات معينة وسلعة معينة، وهذه

224 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص 304.

العلاقة هي التي ستحدد في النهاية شكل التنبؤات و التوقعات الخاصة بحركة الأسعار و مداها، و ذلك عندما يقوم المحلل بمناقشة الفرضيات و المعطيات التي يكون قد استقر عليها التحليل.

3- التحليل الفني : يمكن تعريف التحليل الفني على أنه ذلك التحليل الذي يرصد الحركة التاريخية المسجلة لسعر معين باعتبارها الوسيلة لفهم الحركة القادمة²²⁵. وقد استخدمنا كلمة تاريخية هنا لأن التحليل يهتم فقط برصد الماضي ليتوقع المستقبل، فهو ينظر إلى الخلف ليرى أمامه، و يعطي الإشارات اللازمة بناء على ذلك فان هذا هو الفرق الجوهرى بين هذا التحليل و التحليل الأساسي الذي يدرس المستقبل ليرى الحاضر، أو يدرس الحاضر في أحسن الأحوال ليقرر شكل الحاضر و المستقبل.

ويعرف أيضا على أنه مجموعة من الطرق التي تقترح استراتيجيات مفيدة ابتداء من معالجة المعلومات المتواصلة للأسعار في الماضي²²⁶، و يؤدي التحليل الفني وظيفته بدراسة التشكيلات التي يتخذها الرسم البياني داخل خرائط المتابعة اليومية *Charts* لحركة سعر سلعة معينة في السوق، و من استنتاج شكل الحركة التالية لذلك السعر، حيث يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة و يركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق، و يقدم المحلل الفني خدمة مهمة و هي التوقيت بتحديد التوقيت المناسب لعمليات الشراء و البيع للأسهم عموما²²⁷.

كما نشير في الأخير أن التحليل الأساسي : يقوم على افتراض أن السوق كفاء بالمستوى الضعيف للكفاءة *Weak form efficient Capital Market* و أنه لا يمكن تحقيق ربح غير عادي من خلال دراسة المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن أيضا الاعتماد فقط على المعلومات داخل سوق الأوراق المالية -أسعار الأوراق المالية و أحجام التداول- بل يجب دراسة المعلومات الخارجية على مستوى الظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأوراق المالية لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ قرار بالشراء من عدمه حيث يجب شراء الورقة المالية إذا كانت قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية حيث تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجب *Undervalued* و بالعكس يجب عدم شراء الورقة أو بيعها لو كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية أي أنها مسعرة بأكبر مما يجب *Overvalued*²²⁸.

3-1- فلسفة التحليل الفني

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب تحكمه عوامل رشيد و البعض الآخر غير رشيد.
- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث في السعار من وقت إلى آخر، فإن سلوك أسعار الأسهم يميل عادة إلى التحول في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت.

²²⁵ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.

²²⁶ - Jean-laurent Viviani, Gestion de Portefeuille, Edition : Dunod, Paris, 1997, P 238.

²²⁷ - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.

²²⁸ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره ، ص 38.

للمقارنة أما عن الفروقات بين التحليلين فيمكن إيجازها فيما يلي:

التحليل الأساسي	التحليل الفني
ماذا نشترى	متى نشترى
الأمد الطويل	الأمد القصير
طور من قبل المحللين الماليين و الأكاديميين	طوره الممارسون و المصابون
تحلل فيه أوضاع الشركة، القطاع و الاقتصاد	يركز على الأداء السوقي للأوراق المالية (سعر + حجم التداول)
يشكل الكفاءة بشكليها القوي و المتوسط	يهتم بالكفاءة في شكلها الضعيف
عوامل موضوعية	عوامل موضوعية و ذاتية
قوى العرض و الطلب تحكمها عوامل رشيدة	رشيدة و غير رشيدة
ما هي الأوراق المالية التي يشتريها و يبيعها	ما هو التوقيت المناسب للقيام بذلك.

المبحث الثاني : عمليات و مؤشرات الأسواق المالية

بما أن مؤشر السوق يعبر عن حركة الأسعار و اتجاهاتها فإن المستثمرين يعتمدون على هته المؤشرات في إصدار مختلف الأوامر والقيام بمختلف العمليات.

المطلب الأول : عمليات بورصة الأوراق المالية

تختلف نوعية هذه العمليات من حيث موضوع السوق المالي و لكن تتحد هاته العمليات التي تجري عموما في الأسواق المالية والبورصات في الأقسام التالية :

1- العمليات الآنية: Spot Operations

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة، التي تنصب عملياتها على التعامل نقدا و التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل، على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول.

يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة، وبما ينسجم و طبيعة السوق المالية، و يكون العمر الزمني لهذه العمليات بالأيام والأسابيع و الشهر كحد أقصى، و يجوز تمديده للأشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة والسوق²²⁹.

2- العمليات الآجلة:

يطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية Forward Operations ، أو العقود المستقبلية ومضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة والدفع مستقبلا، و نشأت هذه الأسواق بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية ولضمان حقوق الأطراف المتعاملة، إذ تشترط أنظمة البورصة على أطراف العملية تقديم تأمين مالي ما يقابل الصفقة يسمى بالتغطية، و لحين حلول موعد التنفيذ. و تختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط البورصة. تصنف العمليات الآجلة من أعمال المضاربة، فالبائع يكون مضاربا بالهبوط فهو يبيع أسهما يتوقع أن تهبط أسعارها عند موعد التصفية و المشتري مضاربا بالصعود فهو يعقد الصفقة لتوقعاته بارتفاع أسعار الأسهم موضوع الصفقة.

فعلى سبيل المثال يتوقع أحد المستثمرين انخفاض سعر أحد الأسهم من 10 دنانير للسهم إلى 8 دينار للسهم خلال ستة أشهر القادمة، فهو يبيع السهم بالسعر السائد 10 دينار على أن يتم تنفيذ الصفقة وتصفيته بعد ستة أشهر، حيث يتوقع هبوط السعر إلى 8 دينار، وإذا ما حصلت التوقعات يربح البائع الفرق 2 دينار، أما لو حصل العكس وارتفع السعر يوم التصفية إلى 11 دينار فالمشتري يكتفي بالمطالبة بالفرق وهو دينار واحد عن كل سهم.

²²⁹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 177.

تتضمن العمليات الآجلة نوعين من الالتزامات : التزام قطعي بات وبموجبه يلزم طرفي العملية أو العقد بتنفيذ الصفقة بموعدها إما في نهاية الشهر الذي تمت به الصفقة أو في نهاية الشهر المقبل، إذ يجري التسليم الفعلي والدفع النقدي، و النوع الآخر من الالتزام الشرطي بموجبه يلتزم أطراف الصفقة عند تصفيتها في تاريخ معين، ويحول أحد الأطراف التخلي للطرف الآخر عن مبلغ معين كتعويض متفق عليه مسبقا مقابل عدم تنفيذ العملية²³⁰.

3- التداول بالهامش: Margin trading

يحتل أسلوب الهامش في المتاجرة بالأوراق المالية أهمية كبيرة في أسواق المال المعاصرة فهي توفر ميزة المرونة والاتساع، إذ أن انتشار هذا الأسلوب وما رافقه من الارتفاع الهائل في قيم الصفقات المالية المتبادلة فيه زاد من كفاءة تلك الأسواق عندما زادت من حيث العمق والاتساع²³¹.

و يتمثل التداول بالهامش بعمليات الشراء الجزئي، إذ يقوم المستثمر بتمويل جزء من قيمة الصفقة نقدا، والجزء المتبقي يمول بقروض من الغير(الوسطاء، والسماسرة بمختلف أشكالهم). و يضمن الجزء المقرض من قيمة الصفقة بالأوراق المالية محل الصفقة، إذ يفتح المستثمر حسابا للهامش لدى الجهة المقرضة ويغلق هذا الحساب بإيفاء الجزء المقرض من الفوائد.

طبقا لهذا المضمون يعرف التداول بالهامش بأنه المبلغ النقدي الذي يضعه المستثمر كنسبة من قيمة الصفقة، على أن تمول النسبة المتبقية بإقراضها من الوسيط أو أية مؤسسة مالية تقبل التعامل مع الهامش²³².

شاع استخدام التداول بالهامش في سوق نيويورك عام 1934. إذ يحدد البنك الفدرالي الأمريكي نسبة الهامش 60% من قيمة الصفقة كحد أعلى، و يرتبط تغير النسبة وفقا لمؤشرات السياسة النقدية في البلد المعني لاسيما تبدل أسعار الفائدة مثل هذه الرقابة على نسبة الهامش من قبل البنك المركزي في البلد المعني إنما يهدف إلى السيطرة على حركة النشاط الاقتصادي و الحد من المضاربات في البورصة.

وبالرغم من أن ميزة التداول بالهامش هي زيادة حركة تداول الأسهم، إلا أنه ينطوي على مخاطر تتمثل بالفوائد على الأموال المقرضة، وخسائر انخفاض الأسعار. لذا يتطلب التعامل بالهامش ضمن حدود معقولة وبما ينسجم وظروف سوق الأوراق المالية والظروف الاقتصادية.

ولفهم أسلوب الحسابات الهامشية نفترض أن أحد الوسطاء أجرى صفقة بقيمة 10000 دينار، لشراء أسهم إحدى الشركات. واتفق المشتري مع الوسيط على أن الصفقة تمول من قبله بنسبة 30% و بمعدل فائدة 5% فان المبلغ المدفوع من قبل المشتري يساوي:

230 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 178.

231 - بوبريمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير، جامعة قالة 08 ماي 1945 السنة الدراسية 2007/2006، ص

179.

232 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 179.

$$\text{المبلغ المقترض} = \text{نسبة الاقتراض} * \text{قيمة الصفقة} = 30\% * 10000 = 3000 \text{ دينار}$$

و يكون المبلغ المدفوع من قبل المشتري = $10000 - 3000 = 7000$ دينار. و يمثل هذا المبلغ نسبة 70% من قيمة الصفقة.

$$\text{أما الفائدة على المبلغ المقترض} = \text{معدل الفائدة} * \text{المبلغ المقترض} = 5\% * 3000 = 150 \text{ دينار}$$

يلاحظ من المثال أن المشتري لا يتحمل قيمة الصفقة فقط و هي 10000 دينار و إنما هناك فوائد شكلت التزام على المشتري نتيجة لإقراضه من الوسيط. و عليه فإن قيمة الصفقة الكلية هي عبارة عن قيمة الصفقة مضافا إليها الفائدة، أي ما قيمته 10150 دينار²³³.

4- هامش الوقاية

و يتمثل هذا الهامش في نسبة مؤوية تحدد عادة بموجب اللوائح التي تضعها إدارة البورصة و يعتبر هذا الهامش بمثابة خط أحمر يجب ألا تتخطاه نزولا حقوق المستثمر في محفظة الأوراق المالية و ذلك في حالة حدوث هبوط حاد في سعر السوق لتلك الأوراق، و يعتبر هامش الوقاية بمثابة الدرع الذي يقصد به تخفيض الائتمان بالنسبة للمستثمرين و للمقرضين الذين يمولون هذه الصفقات²³⁴. فمثلا يريد شخص شراء 1000 سهم، القيمة السوقية للسهم الواحد 10 دنانير على أن يساهم من ماله الخاص بـ 6000 دينار، لذا فان نسبة الهامش المبدئي = $10000/6000 = 60\%$ و هذا يعني أن 40% من قيمة الصفقة تكون بشكل قرض، لكن هذه النسبة قد تختلف باختلاف سعر السهم في السوق بعد ذلك، مما ينتج عنها مخاطر يتحملها الوسيط الممول، فمثلا لو انخفضت أسعار الأسهم إلى 8 دنانير فان نسبة الهامش الفعلي ستصبح

$$\frac{8000 - 4000}{8000} = 50\%$$

بمعنى أن مبلغ التحويل الذي قدمه الوسيط 4000 دينار أصبح يعادل 1/2 الصفقة و ليس 40%، أي أن انخفاض الهامش سيؤدي إلى انخفاض الضمان الذي يتمتع به الوسيط (الممول). و في ضوء ذلك يقوم الوسيط بتحديد ما يسمى بهامش الوقاية، بالاتفاق مع العميل بتعديل الهامش الفعلي في حالة انخفاضه عن نسبة معينة وهي هامش الوقاية، ونسبة تزيد أو تساوي هامش الوقاية و يمكن توضيح ذلك على النحو التالي²³⁵:

233 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 180.

234 - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2005، ص 204.

235 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 181.

فإذا حدد الوسيط نسبة هامش وقاية مقداره 50% ثم انخفضت الأسعار إلى 6 دنانير فان الهامش الفعلي

$$\%33.33 = \frac{2000}{6000} = \frac{4000 - 6000}{6000} = \frac{4000 - (1000 * 6)}{6000}$$

للهم و هنا أمام الوسيط خيارين

▲ أن يطلب من العميل دفع مبلغ نقدي لزيادة حقوق الملكية، بحيث يزداد الهامش الفعلي ليصل إلى هامش الوقاية :

$$3000 = x \Leftarrow \frac{x}{6000} = 0.5$$

حيث x = حقوق الملكية و يطلب من العميل دفع مبلغ 1000 دينا ليصبح رصيد حقوق الملكية 3000 ورصيد القرض 3000.

▲ أن يقوم الوسيط بتصفية جزء من الأسهم لسداد جزء من قرضه للعودة إلى تحقيق هامش الوقاية المطلوب :

$$4000 = x \Leftarrow \frac{2000}{x} = 0.5$$

حيث x هي المحفظة التي يستطيع المساهم اقتناءها لتحقيق هامش الوقاية 50%. و حيث أن القيمة السوقية للمحفظة = 6000 دينار قبل التصفية و يجب تخفيضها إلى 4000 دينار، فان قيمة الأسهم الواجب بيعها = 2000 دينار و عددها $\frac{2000}{6} = 333$ سهم.

و يتم استخدام حصيلة البيع في تسديد جزء من القرض ليصبح القرض = 2000 - 4000 = 2000 دينار و يستطيع الوسيط احتساب السعر الذي يجب اتخاذ إجراء عنده بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر الوقاية} = \frac{\text{القرض}}{\text{عدد الأسهم (1-هامش الوقاية)}}$$

5- البيع على المكشوف

أولاً: معنى البيع على المكشوف أو البيع القصير : يستعمل في الاصطلاح الاقتصادي لفظ طويل وقصير لبيان نوع البيع، وليس المقصود قصر أو طول الفترة الزمنية، وإنما يتعلق بالهدف من البيع.

فالبيع الطويل هو بيع أوراق مالية بعد التملك الفعلي، ففيه يشتري العميل الأوراق المالية متوقعا ارتفاع أسعارها، فيشتري بسعر منخفض لبيع بسعر أعلى منه، ويسمى القائمون على البيع الطويل بالمتفائلين (الثيران) ²³⁶ (Bullish) ²³⁷.

وأما البيع القصير فهو بيع أوراق مالية لا ينوي البائع تسليمها من حافظته المالية، إما لأنه لا يملكها أساسا، أو أنه يملكها و لا ينوي أن يسلمها وقت البيع. و يقوم البائع بالبيع القصير عندما يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية مستقبلا، وعلى أمل أن يقوم بشرائها فيما بعد، أو تغطية موقفه بسعر أقل و الحصول على ربح. ويسمى القائمون بالبيع القصير بالدببة أو المتشائمين (Bearish)

ويعرف معجم المال و الأعمال ²³⁸ البيع القصير بأنه بيع ورقة مالية لا يملكها البائع ولكن ملتزم بإعادة شرائها أخيرا. مستعمل لتمويل هبوط متوقع في سعر الورقة ²³⁹.

كما يمكن تعريفها بأنها بيع لأوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، ثم شراء الأوراق المباعة وإعادتها إلى مالكةا، وحينما يقوم شخص ما بالبيع على المكشوف يقال: أنه أخذ مركزا قصيرا (short position).

من خلال هذه التعاريف يظهر لنا أن البيع القصير عملية تعتمد على ²⁴⁰:

- الاقتراض غير المشروط بفائدة ثابتة و غير محدد بمدة زمنية فهو قرض حال.
- المخاطرة على نزول الأسعار، حيث فيه احتمال الربح أو الخسارة.
- تسديد القرض سواء كان رابحا في بيعه أو خاسرا.
- الغرض من هذا البيع الاستفادة العميل من الفرق بين السعرين. و أما السمسار فيحصل على عائد من استخدام النقود، كما يحصل على أرباح السهم التي توزعها الشركة المصدرة للأسهم في هذه الفترة، كما في القوانين الأمريكية، إضافة إلى حصوله على عمولة مقابل خدماته الإدارية.
- يدخل ضمن العمليات العاجلة لأن العميل (البائع) ملزم بتسليم الأوراق المالية المقترضة إلى المشتريين من ناحية، و ملزم أيضا بتسليم الأوراق المقترضة إلى السمسار و ذلك بشرائها من السوق، و كل هذا خلال مدة قصيرة لا تزيد عن يوم واحد في معظم البورصات، أو تصل إلى أربعة أيام في بورصة نيويورك (NYSE)

²³⁶ - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، يونيو 2002 ، دمشق سوريا، ص 195.

²³⁷ - Words use to describe investor attitudes. Bullish refers to an optimistic outlook, while bearish means a pessimistic outlook.

²³⁸ - Michel Ibrahim /Fadi.A.Farhat: Dictionary of Business and Finance (English-Arabic),Dar Al-Kotob-Al-ilmiah, Beirut-Lebanon, 1st Edition,2007, p 601.

²³⁹ - Selling a security that the seller does not own but is committed to repurchasing eventually, It is used to capitalize on an expected decline in the security's price.

²⁴⁰ - شعبان محمد إسلام البراوي، المرجع السابق، ص 197.

و هنا يجب أن نشير إلى أن المستثمر الذي يربح نتيجة لارتفاع السعر يقال إنه *Going Long* و نسميه — " من يظن الصعود" و من يربح نتيجة انخفاض السعر يقال أنه *Going Short* و نسميه من يظن الهبوط و تمارس كلتا الطريقتين *Going Short* و *Going Long* في الأسواق الآجلة بكثرة من قبل فئة المتحويين و المضاربين و بالإمكان اختصار دور كل من فئة المتعاملين في الأسواق الآجلة كما هو مبين في الجدول التالي:

لماذا يشتري العقود الآجلة من يظن الصعود؟	لماذا يبيع العقود الآجلة من يظن الهبوط؟	
خوفا من ارتفاع الأسعار	خوفا من هبوط الأسعار	المتحوط
للاستفادة من ارتفاع الأسعار	للاستفادة من هبوط الأسعار	المضارب

و يجب ملاحظة أن المتحوط في الواقع لا يستفيد من ارتفاع الأسعار و لا انخفاضها نظرا لأن هدفه الحقيقي هو ضمان سعر معين في المستقبل بغض النظر عن حالة الأسعار في ذلك الوقت، و بالنسبة للمتحويين ضد انخفاض قيمة محفظة الأسهم لديهم، فهدفهم في الغالب تجنب بيع الأسهم و دفع ضرائب مقابل أرباحهم ليجدوا أنفسهم مضطرين لبناء المحفظة مرة أخرى بعد أن تتعافى الأسعار²⁴¹.

ثانيا: طبيعة البيع على المكشوف

يتم هذا البيع عادة من قبل العميل الذي يدخل السوق مضاربا على الهبوط *Bearish* حيث يأمل انخفاض السعر فيحصل على ربح ناتج من فارق السعر. فإذا توقع العميل المضارب أن أسعار أسهم إحدى الشركات سوف تنخفض فيقوم بالبيع على المكشوف و لكن بما أنه لا يمتلك الأوراق المالية التي يريد أن يبيعها فيقترضها من سمساره، ثم يصدر إليه أمرا ببيع الأوراق المقترضة محمدا كميتهما و نوعها، و غالبا ما توجد هذه الأوراق عنده، و هي التي تتعلق بعملائه الآخرين فإذا لم تكون موجودة يقوم باقتراضها من سمسار آخر. و أما مدة الاقتراض فهي عادة يوم واحد يتحدد تلقائيا ما لم ينهه أحد الطرفين، و من البديهي أن العميل يريد تمديد فترة الاقتراض، حتى تنخفض الأسعار إلى الحد الذي يتوقعه، و حينئذ يقوم بشرائها بسعر اقل من سعر البيع منتفعا من فارق السعرين، ثم يرجع الأوراق المشتراة إلى سمساره، و أما إذا خاب توقع العميل وارتفعت الأسعار فإنه سيكون مهددا بتغطية مركزه بخسارة كبيرة و خاصة إذا كانت نسبة ارتفاع السعر كبيرة.

و يقتضي البيع على المكشوف وجود بائع على المكشوف *short seller* يدخل السوق مضاربا على الهبوط *Bearish*، و وجود مشتر لمركز طويل *Long Position* يدخل السوق مضاربا على الصعود *Bullish*.

²⁴¹ - فهد بن عبد الله الخويامي، مرجع سبق ذكره، ص 413.

ولفهم عمليات البيع على المكشوف نفترض أن الشركة x تبيع أسهمها بسعر 50 دولار للسهم الواحد و يتوقع العميل انخفاض أسعارها إلى 30 دولار في وقت قريب، فيقترض من بيت السمسرة 100 سهم من أسهم هذه الشركة، و يبيع له السمسار بالسعر السائد 50 دولار، فإذا صح توقعه ونزل السعر إلى 30 دولار يصدر أمر الشراء لسمساره بشراء هذه الكمية من الأسهم، و يرجع تلك الأسهم و يحصل على ربح ناتج من فارق السعرين. و أما إذا خاب توقعه وارتفع السعر إلى 60 دولار مثلاً فعليه شراء تلك الكمية من الأسهم بهذا السعر، و بذلك يدفع خسارة تمثل الفارق بين السعرين. كما في المخطط رقم (22) :

للحالة نزول السعر إلى 30 دولار: الربح = قيمة الشراء - قيمة البيع

$(50*100 - 30*100) = 2000$ دولار، ربح قبل خصم عمولة السمسار و المصاريف الأخرى.

للحالة ارتفاع السعر إلى 60 دولار: (خسارة) $(50*100 - 60*100)$ ما عدا عمولة السمسار و المصاريف

الأخرى.

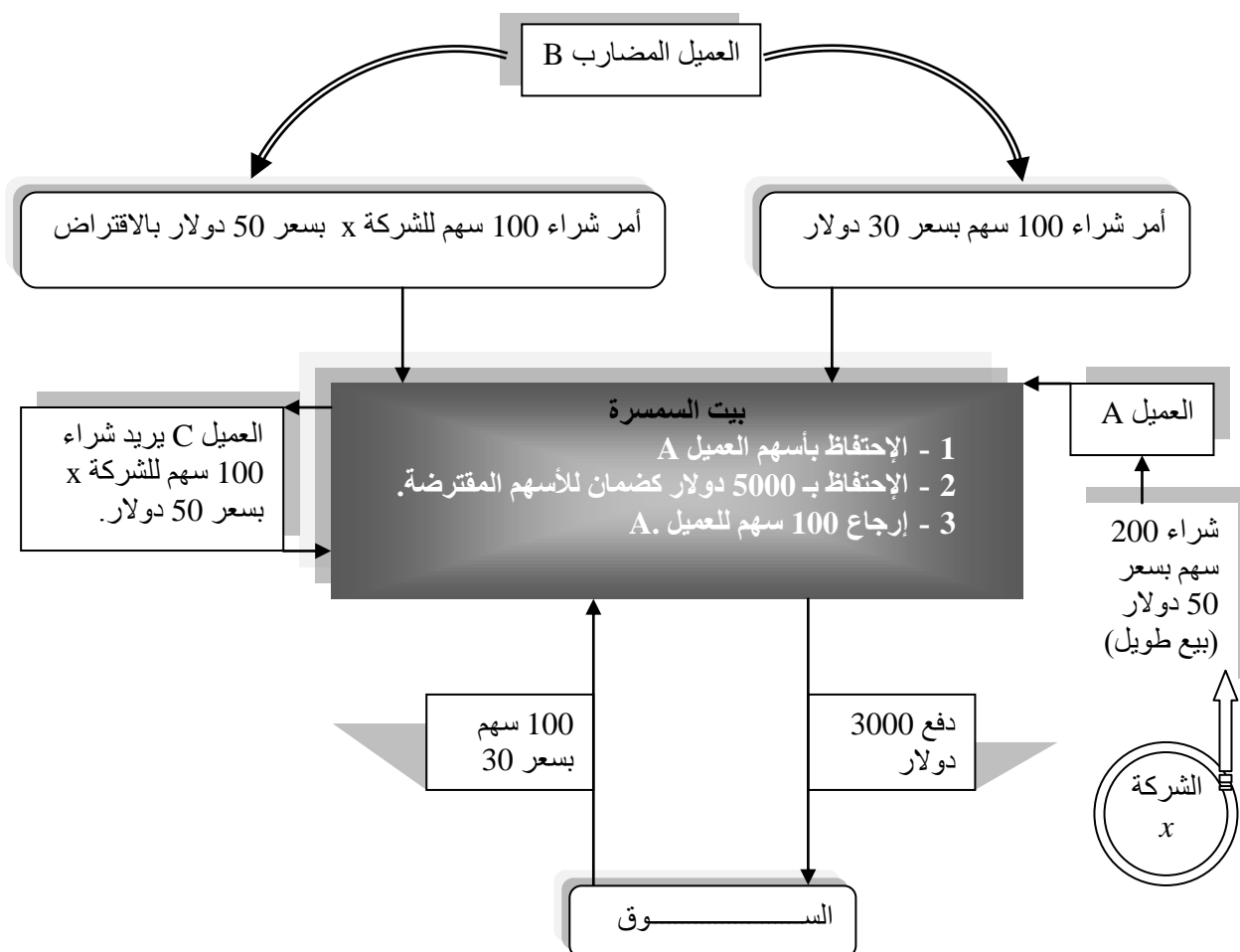
ولهذا البيع عيوب : منها أن جماعات الضغط (المتخصصون و أعضاء بورصة الأوراق المالية) في البورصة إذا شاركوا في عمليات البيع على المكشوف، فإنها قد تقوم ببيع كميات كبيرة من الأوراق المالية على المكشوف، و ذلك لتتزل الأسعار في السوق فيقومون بشرائها، و يحفظون بذلك مركزهم دون التعرض للخسارة. أما إذا لم يكن لهم مشاركة في هذا البيع فقد يمتنعون على المكشوف، و ذلك لإحراج البائعين على المكشوف، وهو ما يسمى بـ: ²⁴² (Cornering the market)، فيضطر هؤلاء لشراء تلك الأوراق بأي سعر يفرضه هؤلاء المتلاعبون بالأسعار (Manipulating Speculators)، فيتعرضون لخسارة تتوقف على مقدار ارتفاع السعر فوق سعر اليوم الأول ²⁴³.

لذلك منعت بعض البورصات كبورصة نيويورك عمليات البيع على المكشوف إذا كان اتجاه أسهم الشركة التي يجري تداولها نحو الانخفاض، لأن انتشار هذا النوع قد يؤدي إلى انهيار السوق، و ينتفع القائمون بهذا البيع على حساب المستثمرين، لأنهم يبيعون لأنفسهم ما يملكه المستثمرون من أوراق مالية.

²⁴² - Purchasing a security or commodity in such volume as to achieve control over its price. An illegal practice. Dictionary of Business and Finance, p 136.

²⁴³ - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 198.

الشكل (25): إحدى عمليات البيع على المكشوف



المصدر: شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص

.199

ثالثاً: أمر البيع المسبق (Sell Short)

هو أمر بيع عدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بالسعر المحدد أو بسعر موقوف، و يتم بقيام الوسيط باقتراض أسهم شخص آخر و إعارتها للبائع حتى وقت لاحق ، مثال :

Sell Short 1000 Shares, at market
Sell Short 1000 Shares, Limit Price=25\$,All or None
Sell Short 1000 Shares, Stop Price=53\$,Limit price =52\$

معنى هذا الأمر الأخير أن المستثمر يود إدخال أمر بيع مسبق لعدد ألف سهم بسعر لا يقل عن 52 دولار. و ذلك عند وصول السعر الحالي للسهم لمبلغ 53 دولار، و كما نعلم يجب أن يكون السعر الحالي للسهم أعلى من 53 دولار عند إدخال الأمر. في هذه الحالة يجب أن يكون لدى العميل في حسابه على الأقل 26000

دولار (نصف القيمة) أو ما يعادلها من الأسهم لكي يسمح له الوسيط بإدخال الأمر، عندما تتم عملية البيع فإن الشخص يحصل على مبلغ 52000 دولار في حسابه، و متى ما أراد الخروج من هذه العملية فعليه أن يقوم بشراء الأسهم و إعادتها للوسيط و الذي بدوره يعيدها لصاحبها الأصلي²⁴⁴.

رابعا : أمر الشراء لتغطية البيع المسبق (Buy to cover)

تتم عملية الشراء لتغطية البيع المسبق بإدخال أمر شراء لعدد معين من الأسهم بسعر السوق أو بسعر محدد أو بسعر موقوف للخروج من حالة البيع المسبق و لا ينفذ الأمر إلا إذا كانت هناك حالة بيع مسبق فيما قبل، إليك بعض الأمثلة لهذا النوع من الأوامر :

Buy to Cover 1000 Shares, at market
Buy to Cover 1000 Shares, Limit Price=25\$,All or None
Buy to Cover 1000 Shares, Stop Price=53\$,Limit price = 54 \$

لاحظ في الأمر الأخير لشراء التغطية بطريقة الشراء الموقوف يجب ألا يقل السعر المحدد عن السعر الموقوف تماما كما في أوامر الشراء الموقوف العادية²⁴⁵.

²⁴⁴ - فهد بن عبد الله الخويتماني، مرجع سبق ذكره، ص 121

²⁴⁵ - فهد بن عبد الله الخويتماني، مرجع سبق ذكره، ص 121

المطلب الثاني : مؤشرات الأسواق المالية Stock Market Index

ظهرت المؤشرات في القرن 19 ميلادي، وتطورت وازدهرت أهميتها عبر الزمن، واستخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية و سلوكها و يعتبر مؤشر *Dow Joens* أول مؤشر عالمي ظهر أول مرة عام 1884م، وعرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن العشرين، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية و سلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول لها سنة 1990²⁴⁶.

تلعب المؤشرات في الأسواق المالية و خاصة أسواق الأسهم الدولية دورا مهما، حيث تقيس مدى ارتفاع أو انخفاض حركة التداول في السوق الواحد، كما أنه وتبعاً لذلك يستطيع المحللون الاقتصاديون تحليل مدى ازدهار أو ضعف حركة المؤشر.

1- تعريفها: المؤشرات جمع مؤشر، والمؤشر شبيه بالترموتر الذي يقيس درجة الحرارة في الجو، وبالتالي فإنه يقيس حركة الأسعار و التداولات في السوق المالي صعودا و نزولا، إيجابا و سلبا.

كما يعرف بأنه المقياس أو الترمومتر الذي بواسطته يتم قياس التغيرات و الاتجاهات في السوق المالي وخاصة في مجال الأوراق المالية²⁴⁷.

أو هو رقم حسابي يحسب بطريقة إحصائية خاصة يقصد منه معرفة حجم التغير في سوق معينة، و تجرى عليه مبيعات في بعض الأسواق المالية، ومن هنا نعرف بأن المؤشر عبارة عن رقم قياسي يقيس التطورات السعرية الحاصلة في التعاملات العاجلة و الآجلة في الأسواق المالية.

ويرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه الأسواق نفسها، ومن هنا فإنه يعد سوق نيويورك المالي من أقدم و أكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حاليا، وقد أنشأ هذا السوق في عام 1817م، و قد حقق نموا متسارعا حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4.5 ترليون دولار والتي كانت في ذلك الوقت تعادل حوالي 85% من مجموع الاستثمارات الجارية في كافة أسواق الولايات المتحدة الأمريكية، علما بأن هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات : أهمها مؤشر الصناعي داوجونز²⁴⁸، و يعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات لقياس أسعار الأوراق المالية و تطوراتها واتجاهاتها كما يعتبر أشهر المؤشرات استخداما في الأسواق المالية على الإطلاق، حيث يقيس تطور أسعار أكثر من 30% من الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وعمره يقارب 103 سنة²⁴⁹.

²⁴⁶ - حسن قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، العدد 2011/11، ص 92.

²⁴⁷ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 331.

²⁴⁸ - Index like the dow Jones Industrial Average that tracks a portfolio of stocks. Dictionary of Business and Finance, p 627.

²⁴⁹ - محمد الأمين ولد عالي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 334.

➤ إضافة إلى هذا المؤشر هناك مؤشرات عالمية في أهمها²⁵⁰:

1-1- مؤشر ستاندار أند بورز Standard and Poor's (500) composite

يقيس هذا المؤشر متوسط 500 شركة أمريكية و يعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي، ومؤشر ستاندار أند بورز (Index 500 S&P) لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، الاتصالات والماء، يحتوي على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كلاهما، ويتكون من تسع قطاعات مصنفة كما يلي :

الجدول رقم (6) : مجموع الشركات لتسع قطاعات يساوي 500 شركة	
حوالي 40 شركة من شركات الصناعات الأساسية كالحديد و الورق و الذهب و الكيماويات.	Basic Industries
حوالي 45 شركة من شركات الخدمات الطبية و المأكولات الجاهزة و السفر و الترفيه و النشر	Consumer services
حوالي 69 شركة من شركات الأدوية و أدوات التجميل و المشروبات و المنتجات الغذائية.	Consumer Stables
حوالي 67 شركة من شركات الطيران و صناعة السيارات، شركات البناء، الأجهزة الكهربائية و المتزلية.	Cyclical/Transportation
حوالي 28 شركة من شركات البترول و منتجاته و الغاز الطبيعي و الخدمات الخاصة بها.	Energy
حوالي 72 شركة من شركات الخدمات المالية و البنوك.	Financial
حوالي 43 شركة من شركات المنتجات الصناعية، تجهيزات البناء و المكينات الصناعية و حلول النظافة.	Industrial
حوالي 97 شركة من شركات الصناعات العسكرية و أجهزة الاتصالات و الكمبيوتر.	Technology
حوالي 39 شركة من شركات الهاتف و الكهرباء.	Utilities

المصدر: فهد عبد الله الحويمي، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد، الرياض، الطبعة الثانية 2006، ص

351.

لاحظ أن مجموع الشركات في القطاعات التسعة يساوي 500 شركة وهي الشركات الممثلة لمؤشر S&P500.

1-2- مؤشر (MSCI) : لأسواق أوروبا و أستراليا و الشرق الأقصى و هي اختصار لكلمة Morgan

Stanly Capital International و يقيس هذا المؤشر 1000 سهم للشركات في هذه الأسواق، إذ يتم احتساب قيمة المؤشر بطريقتين:

♣ استنادا إلى القيمة الرأسمالية

♣ استنادا إلى الناتج المحلي الإجمالي

²⁵⁰ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 215-217.

1-3- مؤشر ناسداك NASDAQ المجمع : وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي و الذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية و شركات الخدمات الإلكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.

1-4- مؤشر داوجونز: Dow Jones

وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1884 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، وقياس هذا المؤشر حالة السوق من خلال استخدام مؤشر محسوب لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية.

وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي و يحسب باستخدام أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار أسهم هذه الشركات، فعندما نقول هبط مؤشر داو جونز بثلاثين نقطة، فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم 30 شركة قد انخفضت 30 نقطة، و هو مؤشر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي و يمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع و الشراء و تقييم أداء السوق و اتجاهاته و من ثم تقييم السهم محل البحث و الاستثمار، وقد يكون داوجونز لصناعة معينة مثل: داوجونز لصناعة النقل Dow Joens Industrial.

1-5- مؤشر العام لبورصة نيويورك NYSE

و هو اختصار للكلمات *New York Stock Exchange* و هو مؤشر سوق نيويورك المالي و يحتوي على جميع القطاعات و أنواع الشركات الصناعية و الخدمية و الاللكترونية.

كما توجد مؤشرات أخرى²⁵¹ كمؤشر FT-SE 100 Index و هو اختصار لـ Financial Times- Ordinary Share Index و يمثل الرقم القياسي لأسعار الأسهم العادية في إنجلترا. و الذي ينطق "فوتسي *footsie*" و هو المؤشر المرجح لاستثمارات حقوق الملكية و يتكون من 100 شركة من كبريات الشركات الموجودة في بورصة لندن London Stock Exchange .

للـ **هونغ كونج: Hong Kong** مؤشر السهم الأولي هو *Hang Seng* "هانج سنج" و يتكون مؤشرها من 33 سهم كبير.

للـ **اليابان:** المقياس الأساسي لأداء الأسهم هو مؤشر نكاي *Nikkei 225 Index* يتكون المؤشر من

إصدارات حقوق الملكية مرتفعة السيولة المعتقد أنها تمثل الاقتصاد الياباني. بالإضافة إلى مؤشر *Topix*

للـ **ألمانيا:** يتكون مؤشر الأسهم الألمانية *Deutscher Aktiein dex* ، و المسمى *DAX* من أكبر الشركات تتداول في بورصة أسهم فرانكفورت *Frankfurt Stock Exchange*.

للـ **الهند:** 22 بورصة أسهم في الهند، و تعتبر بورصة الأسهم لبومباي *Bombay stock exchange* (*BSE*) أكبرها، و مسجل بها أكثر من 6000 سهم و تشمل ثلثي إجمالي حجم التداول للدولة. و هذه البورصة

²⁵¹ - مروان عpton، الأسواق النقدية و المالية، البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 373-376.

التي شيدت سنة 1875 أقدم بورصة في آسيا و مقياسها هو BSE Sensex ، و هو مؤشر لـ 30 سهم هندي متداول تناظر خمس رسملة سوق BSE²⁵².

أهم المؤشرات في الأسواق المالية العربية

- المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية) وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (SAMA) و هو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي.
- مؤشر مازي MAZI المغرب : و هو مؤشر شامل للأسهم المغربية لكونه مؤشر شاملا للرسملة، و يضم كافة السهم في سوق الدار البيضاء.
- مؤشر كاس (CASE) في مصر، و وضع المؤشر عام 1998 و هو يضم سوقي القاهرة و الإسكندرية وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة و يضم 30 شركة

2- أهداف المؤشرات في الأسواق المالية

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها و انخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء و البيع و قسم من المستثمرين يستخدمها أداة استثمارية، و يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية.

وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا، و هناك عوامل عديدة تؤثر على هذه المؤشرات من خلال تأثيرها على عمليات البيع و الشراء و على أسعار الأسهم التي يشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات و هذه العوامل هي:

- ◀ مدى دقة و شفافية الأخبار في السوق المالي
- ◀ قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار و حجم التداول.
- ◀ التوقيت و الزمن
- ◀ طبيعة المنافسة و المضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

2-1- استخدامات المؤشر:

لمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، و في طبيعة تلك الاستخدامات:

◀ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة : حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظته إيجابا أو سلبا مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، و ذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، و إذا كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

252 - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الإدارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الثاني، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009/ ص 1278.

◀ **الحكم على أداء المديرين المحترفين :** وفقا لفكرة التنوع الساذج *Nave Diversification* يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق الذي يعكسه المؤشر و هذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

◀ **التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق :** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على (ما يعرف بالتحليل الأساسي *financial analysis*) فإنه يتمكن من التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني و تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

◀ **تقدير مخاطر المحفظة :** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية *systematic Risk* لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد للأصول خطرة *Risky assets* و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

3-أنواع المؤشرات

يوجد معيارين لتقييم المؤشرات و هما معيار حسب وظيفة المؤشر و معيار حسب إمكانية التداول.

①- من حيث الوظيفة

◀ **مؤشرات عامة :** تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، و لذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، و أن جميع القطاعات ممثلة تمثيلا يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، و في هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة.

◀ **مؤشرات قطاعية :** وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات، أو غيره من القطاعات و من الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر *Dow Joens* ومؤشر *Standard and Poor* للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

①- من حيث إمكانية التداول :

◀ **مؤشرات متداولة :** وهي المؤشرات التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 50 مؤشر عام 2000 م، و ذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كينساس سيتي بالو.م.أ عام 1982م و كمثل على ذلك : مؤشر *Nikkei 225* ومؤشر *Nasdaq 100*

◀ **مؤشرات غير متداولة :** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز *Dow Joens* و كافة مؤشرات البورصات العربية، ولقد وصل تنوع و تطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

4- أساليب بناء المؤشرات : ومن أهم هذه الأساليب نذكر

4-1- مؤشر السوق الموزون بالأسعار : Market Value Price Index

هو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسوم على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق و المختارة من قبل السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق مثل: مؤشر Dow Joens الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية، وتشكل الشركات الصناعية 25% من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداما ويمكن قياسه بالطريقة التالية :

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{مجموع أسعار الأسهم المختارة} / \text{عدد الأسهم}$$

فإذا افترضنا أن السوق المالي يتكون من 4 أسهم فإن مؤشر السوق لهذه الشركات يحسب كما يلي :

الشركة	سعر السهم
A	100
B	60
C	40
D	20
المجموع	220

قيمة المؤشر = مجموع أسعار الأسهم المختارة / عدد الأسهم

$$\text{قيمة المؤشر} = 4/220 = 55 \text{ نقطة}$$

و في حالة أخرى إذا افترضنا أن سوق مالي آخر يتكون من أربعة شركات كانت أسعارها كما يلي :

أسهم الشركات	سعر السهم
A	40
B	30
C	20
D	10
المجموع	100

✘ إن قيمة المؤشر عند الوضع الأصلي تكون: $4/100 = 25 \text{ نقطة}$

✘ أما حينما يرتفع سعر السهم A بنسبة 40%، B بنسبة 30%، C بنسبة 20%، و سعر السهم D بنسبة 10%.

الزيادة في سعر السهم	أسهم الشركات	سعر السهم بعد الزيادة
$16 = 0.4 * 40$	A	56
$9 = 0.3 * 30$	B	39
$4 = 0.2 * 20$	C	24
$2 = 0.2 * 10$	D	12
المجموع	/	131

و يكون المؤشر بعد تعديل الأسعار $= 4/131 = 32.7$ نقطة و بذلك نقول أن المؤشر قد زاد بمقدار 7.7 نقطة.

4-1-1- خصائص المؤشر الموزون بالأسعار²⁵³:

✘ يمثل هذا المؤشر شركات مختارة كبيرة و عريقة و بالتالي فانه لا يمثل إجمالي الشركات في السوق و آخر لا يمثل السوق الحالي بكافة أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها فيه.

✘ هو مؤشر يمثل قطاع واحد من السوق و بالتالي لا يمكن استخدامه كمؤشر للسوق العام *DJ composite* الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية لأنه و في حالة مؤشر *Dow Jones* يستخدم هذا المؤشر لقياس أسهم القطاع الصناعي.

✘ إن استخدام هذه الطريقة في قياس المؤشر يؤدي إلى ارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر على نتائج المؤشر وهو بالتالي قد لا يعكس حركة أسعار جميع أو أكثر أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق.

✘ الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي توزيع للأسهم أو أي تجزئة للسهم نظرا لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق المالي بعد التجزئة، فعندما يتم تجزئة السهم إلى نصفين و كان عدد الأسهم، 10000 سهم فان قيمة السهم الحالية قبل التجزئة البالغة 100 دينار تصبح عند تجزئة السهم 50 دينار، وهذا يؤثر على قيمة المؤشر الذي يدخل سعر السهم أساس في احتسابها بالرغم من أن التجزئة قرار إداري و ليس نتاج لعملية التداول.

4-2- المؤشر الموزون بالقيمة السوقية: Market value weighted Index

و هو المؤشر الذي يتم قياسه من خلال القيمة السوقية للأسهم آخذين بعين الاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة و سعر سهمها في السوق و من أشهر المقاييس الذي يستخدم المؤشر الموزون بالقيمة السوقية هو مقياس (*Stander & Poor*) الذي يضم 500 شركة تمثل القطاعات التالية²⁵⁴:

²⁵³ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 220.

²⁵⁴ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 221.

■ 400 شركة صناعية.

■ 20 شركة نقل.

■ 40 شركة خدمات.

■ 40 شركة مالية.

وتشمل هذه الشركات 75% من قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك (NYSE) و يتم حساب هذا المؤشر كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الأسهم} * \text{سعر السهم في السوق}$$

لـ قيمة المؤشر الموزون بالقيمة السوقية

$$\text{القيمة الافتتاحية للسهم} * (\text{القيمة السوقية الحالية} / \text{القيمة السوقية لسنة الأساس})$$

لـ فإذا افترضنا أن السوق المالي يتكون من 4 شركات سنة 2005 و أن القيمة الافتتاحية للمؤشر هي 100 و القيمة السوقية الأساس هي : 1880000 فان قيمة المؤشر هي:

الشركات	القيمة السوقية	عدد الأسهم	سعر السهم
A	10.000 * 10 = 100.000	10.000	10
B	60.000 * 15 = 900.000	60.000	15
C	50.000 * 20 = 1000.000	50.000	20
D	40.000 * 22 = 880.000	40.000	22
المجموع	2.880.000		

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{2880000}{1880000} \times 100 = 153 \text{ نقطة}$$

و يلاحظ بأن هذا المؤشر له نفس عيوب المؤشر الأول لكونه أكثر شمولية، لأنه مؤشر لمجموعة كبيرة من الشركات مثل مؤشر S&P حيث يضم 75% من قيمة أسهم الشركات الأمريكية و يدخل في حسابه عدد الأسهم بالإضافة إلى سعر السهم، و بالتالي فان التغير في سعر السهم نتيجة تجزئة الأسهم سوف لا يؤثر على قيمة المؤشر و بالتالي لا يحتاج إلى تعديل بعد تجزئة الأسهم.

4-3- المؤشر الموزون بأوزان متساوية:

وهو المؤشر الذي يعطي أوزان متساوية من المبالغ المستثمرة لكل ورقة مالية مختارة و عند احتساب المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم، و قسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، بحيث يكون الاستثمار في كل شركة يساوي مبلغ الاستثمار في الشركات الأخرى أو الأسهم الأخرى، وأن أشهر مؤشر هو (value-line Average) و يضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك و أسهم بورصات أخرى بالإضافة إلى أسهم السوق الموازي الذي يضم 1700 شركة أمريكية²⁵⁵.

ومن المثال الافتراضي التالي يمكن فهم هذا المؤشر:

الشركة	سعر السهم	مبلغ الاستثمار	عدد الأسهم	أسعار اليوم التالي
A	20	1000	50 = 20/1000	54
B	40	1000	25 = 40/1000	40
C	25	1000	40 = 25/1000	26
D	20	1000	50 = 20/1000	22

المؤشر = (مج (عدد الأسهم المشتراة * سعر السهم) / مجموع مبلغ الاستثمار) * 100

$$1 \text{ نقطة} = 100 * \frac{4000}{4000} = 100 * \frac{(20 * 50) + (25 * 40) + (40 * 25) + (20 * 50)}{4000} =$$

$$\text{المؤشر} = \frac{(50 * 22) + (40 * 26) + (25 * 40) + (20 * 54)}{4000} * 100 = 1.055 \text{ نقطة}$$

◀ يلاحظ أن قيمة المؤشر الموزون بأوزان متساوية قد ارتفع بمقدار 0.055 من النقطة لليوم التالي مقارنة باليوم السابق.

4-4- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي: Relative Price Index

فكرة حساب هذا المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم مثلا على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب في أساس المؤشر²⁵⁶،

و يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو التالي²⁵⁷:

²⁵⁵ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 224.

²⁵⁶ - أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من لدن الخبراء القائمين على بنائه و عادة ما تعادل هذه القيمة 100 أو مضاعفاً.

↔ حساب السعر النسبي لكل مؤشر = $\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة القدم}}$

$1/n$

(السعر النسبي للسهم الأول * السعر النسبي للسهم الثاني *..... إلخ)

↔ حساب الوسط الهندسي للأسعار =

حيث n تعني عدد الأسهم.

↔ حساب قيمة المؤشر = الوسط الهندسي * أساس المؤشر

لنفترض الآن أن أسعار أربعة أسهم A, B, C, E في اليوم الأول كانت كالتالي: $20, 35, 40, 18$ على التوالي ، و أسعارها في اليوم التالي كانت $22, 33, 45, 22$ على التوالي.

إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ 105 فما هي قيمة المؤشر:

$$1.1 = \frac{22}{20} = A$$

$$0.94 = \frac{33}{35} = B$$

$$1.12 = \frac{45}{40} = C$$

$$1.22 = \frac{22}{18} = D$$

↔ حساب السعر النسبي لكل سهم :

$$1.09 = \sqrt[4]{1.22 \times 1.12 \times 0.94 \times 1.1} = \text{الوسط الهندسي}$$

$$\text{قيمة المؤشر} = 105 \times 1.09 = 114.45 \text{ نقطة}$$

$$\text{↔ عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة بيوم الأساس} = \frac{105 - 114.45}{105} = 0.09 \text{ نقطة.}$$

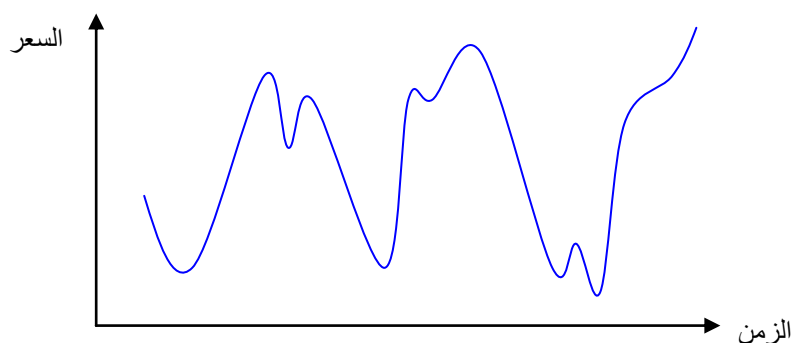
المطلب الثالث: التمثيل البياني للمؤشرات

تعتبر المنحنيات البيانية القاعدة الأساسية لواقع البورصة، حيث تعطي فكرة عن الاتجاه العام للأسعار، القيم المنقولة المأخوذة كعينة في حساب المؤشرات، و تتواجد منحنيات البورصة تقريبا في كل مكان من دول العالم، في الجرائد و في القنوات التلفزيونية أو على شبكة الانترنت، وتسمح قراءة المنحنى البياني في اتخاذ القرار من قبل المحللين الكميين، فيقوم المحلل برسم الاتجاهات العامة لأداء السوق ووضع الصيغ الرياضية الملائمة. إن فهم طريقة عرض المعلومات ضروري لفهم التحليل الذي يعتمد على المنحنيات و يمكن إبراز بعض الأشكال البيانية المعتمد عليها في تحليل الرسوم البيانية كما يلي:

1- المنحنى المستمر

هو أكثر المنحنيات بساطة و يمثل هذا النوع من المنحنيات أسعار الإقفال اليومية و يتم الربط بين سعري الإقفال بخط مستقيم، و لا يمكن عمليا الاعتماد على المنحنى المستمر، فالمشكل يكمن في اختيار القيمة الممثلة للسعر في اليوم، حيث يتم الاعتماد عادة على أسعار الإقفال و عدم إبراز باقي التغيرات الهامة في الأسعار اليومية (سعر الافتتاح، أعلى سعر، أو أدنى سعر)²⁵⁸ و يتم رسم المنحنى المستمر في حالة اعتماد الأسبوع كوحدة زمنية عن طريق الأخذ بآخر تسعير للأسبوع، أو عن طريق حساب المتوسط الحسابي لأسعار الأسبوع للإقفالات اليومية.

الشكل رقم: (26) المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية



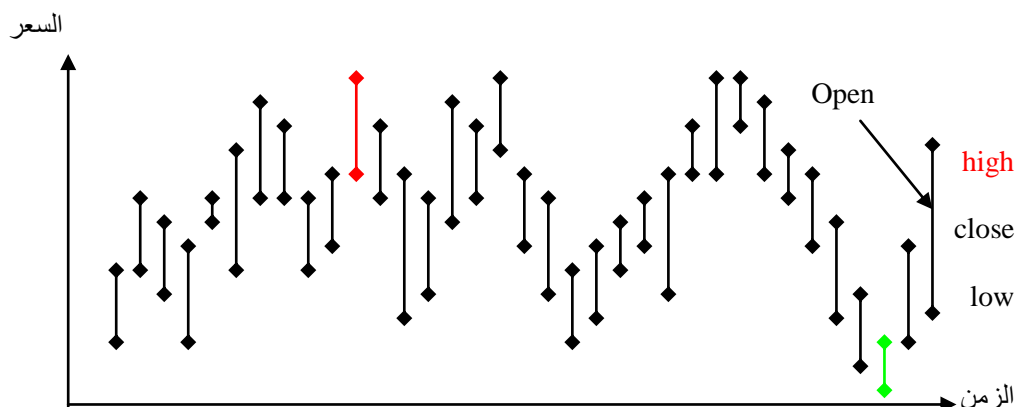
المصانف من إعداد الطالب

2- منحنى الأعمدة:

ينشر منحنى الأعمدة العديد من المعلومات حول السعر: سعر الافتتاح، أعلى و أدنى سعر في جلسات التداول إلى جانب سعر الإقفال، و تمثل قمة الأعمدة السعر الأعلى الذي تم بلوغه خلال الجلسة، فيما يمثل أسفل الأعمدة السعر الأدنى أثناء التعاملات في ذلك اليوم كما يوضحه الشكل التالي:

258 - محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 159.

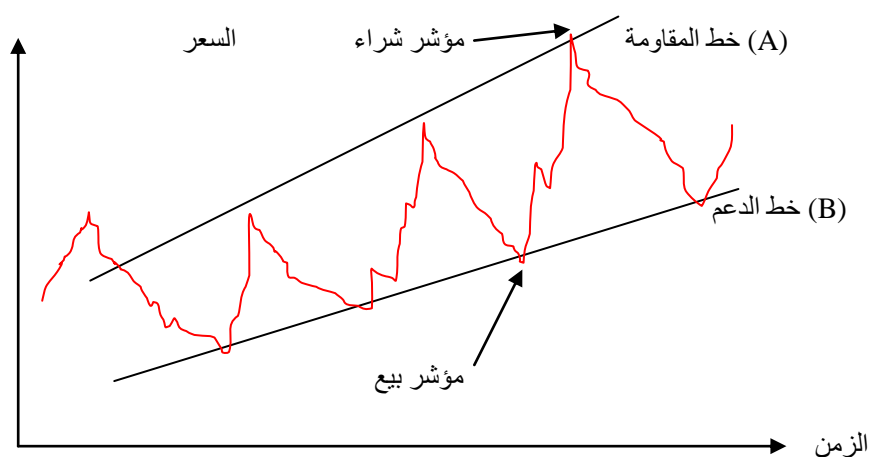
الشكل (27) : منحنى الأعمدة



www.comprendrelabourse.com Source : web site

3 - خطوط الاتجاه أو خطوط الدعم و المقاومة: تمثل خطوط الاتجاه القانون الأساسي للتحليل الفني، و يعتبر شارل داو Charles Dow²⁵⁹ أول من تتبع اتجاهات الأسعار في نظريته و التي ركزت على أن سعر السهم يتضمن جميع المعلومات المتاحة في السوق²⁶⁰، و من شأن التحديد الدقيق لهذه الخطوط أن يساعد على فهم اتجاهات السهم و كيفية تطوره.

الشكل رقم (28) : منحنى خطوط الاتجاه (خطوط الدعم و المقاومة)



Source : Jean-laurent Viviani, *Gestion de portefeuille* Edition DUNOD, Pris, 1997.P:238.

وتعطي خطوط الاتجاه الضوء الأخضر للمستثمرين لاتخاذ قرارات البيع والشراء وذلك من خلال تحديد المستويات التالية

²⁵⁹ Charles Dow هو صاحب نظرية Dow و نظرا للدور الذي قام به جونز في إثراء هذه النظرية سمي المؤشر Dow JONS بإسميهما.

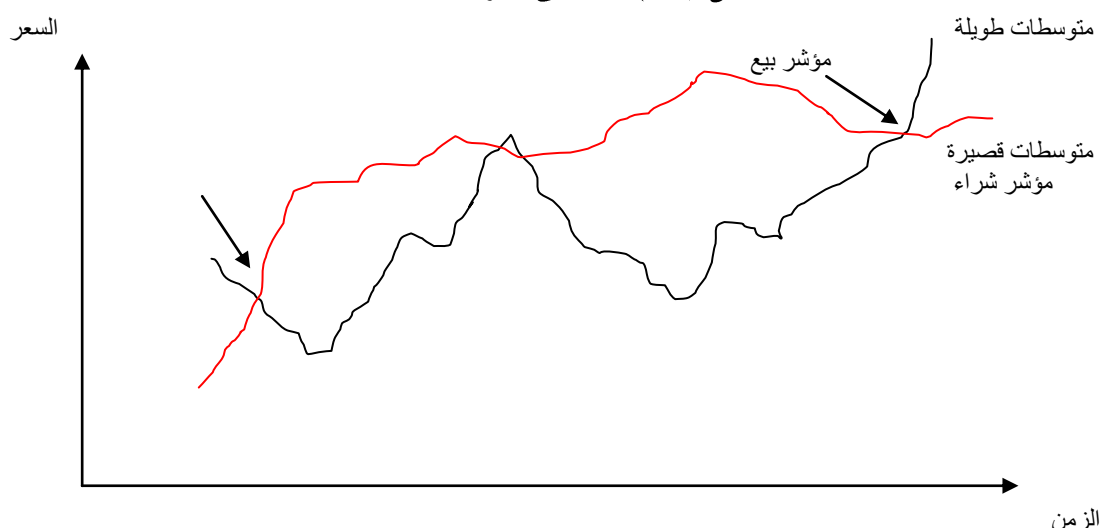
²⁶⁰ - منير إبراهيم هندي: المرجع السابق ص 239/238.

3-1- تحديد مستوى المقاومة : يتم رسم الخط (A) حيث يكون ملامسا لأعلى مستويات أسعار الأسهم، و تم الاعتماد على هذا الخط دون سواه لأنه يمس المنحني في ثلاث نقاط أساسية على الأقل، و هو ما يجعله أكثر تعبيرا في التحليل، و في كثير من الحالات فإن أسعار الأسهم لا تتجاوز خط المقاومة لمدة زمنية طويلة نسبيا، أي أن الخط يقاوم اتجاه الارتفاع في الأسعار، و مع تجاوز أسعار الأسهم لمستوى المقاومة فان تغيرات بارزة تمت في الأسعار، و بما أن السعر يعكس كل المعلومات المتاحة فان النصيحة التي يقدمها المحلل إلى المستثمر عند تجاوز مستوى المقاومة هو التشجيع على شراء الأسهم ليتم جني الأرباح فيما بعد.

3-2- تحديد مستوى الدعم : يمثل الخط (B) في المنحني مستوى الدعم *Support Area* و الذي يمر بأدنى مستويات السعر، و يمس هذا الخط أربع نقاط من أخفض المستويات التي بلغها السعر، و في حالة انخفاض السعر عن خط الدعم فهو مؤشر للبيع.

4- التحليل الحركي : يتم في هذا التحليل حساب المتوسطات الحسابية لأسعار الأسهم خلال فترات مختلفة، و تعتبر نقاط تقاطع منحنى المتوسط الحسابي مع منحنى آخر ذات أهمية في اتخاذ قرارات الشراء و البيع لورقة مالية، فتكون تقنية الشراء عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة (1-10 أيام) منحنى المتوسطات المتحركة الطويلة من الأسفل، و تكون تقنية البيع عندما يقطع منحنى المتوسطات القصيرة منحنى المتوسطات الطويلة من الأعلى كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (29) : منحنى المتوسطات المتحركة



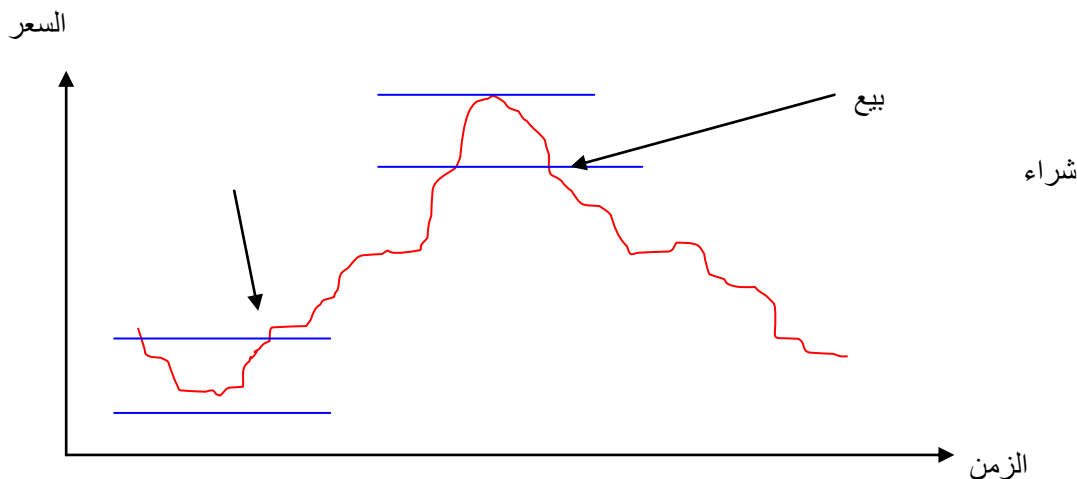
Source : Jean – Laurent , Viviani , OP,Cit, P235

5- إستراتيجية المصفاة : *Stratégie de filtre*

هي أداة مفادها أنه في حالة غياب معلومات جديدة فان السعر يتقلب حول سعر التوازن و في حالة انخفاض السعر هبوطا أو نزولا بصفة واضحة معناه ورود معلومات هامة إلى السوق، و بالتالي يجب الشراء عندما يرتفع

السعر و البيع عندما ينخفض السعر، لكن المشكلة في هذه الطريقة هو عرض المصفاة أي ما هو المجال الذي يتقلب فيه السعر حول سعر التوازن؟ فكلما زاد عرض المصفاة كلما كانت عمليات الشراء و البيع قليلة متأخرة كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (30) : إستراتيجية المصفاة



Source : Jean – Laurent , Viviani, OP, Cit, P239

6- إستراتيجية القوة النسبية :

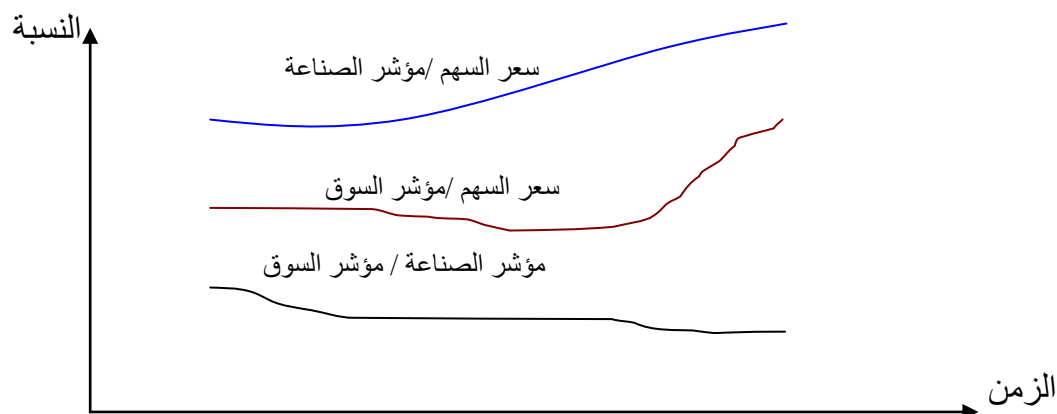
يكون بحساب القوة النسبية لسعر السهم، أي نسبة سعر السهم إلى قيمة مؤشر الصناعة التي تنتمي إليه الشركة، أو بالنسبة لمؤشر السوق، و لتوضح هذه الإستراتيجية نأخذ المثال التالي:

الجدول (2): كيفية حساب القوة النسبية للسهم

السنوات	سعر السهم S	مؤشر السوق M	مؤشر الصناعة I	S/I	S/M	I
1999	30	17	210	1.78	0.144	0.081
2000	36	18	250	2.00	0.144	0.072
2001	73	30	385	2.43	0.190	0.071

المصدر : على موقع المعهد العربي للتخطيط تاريخ زيارة الموقع : 16 فيفري 2010

الشكل (31) : القوة النسبية للسهم

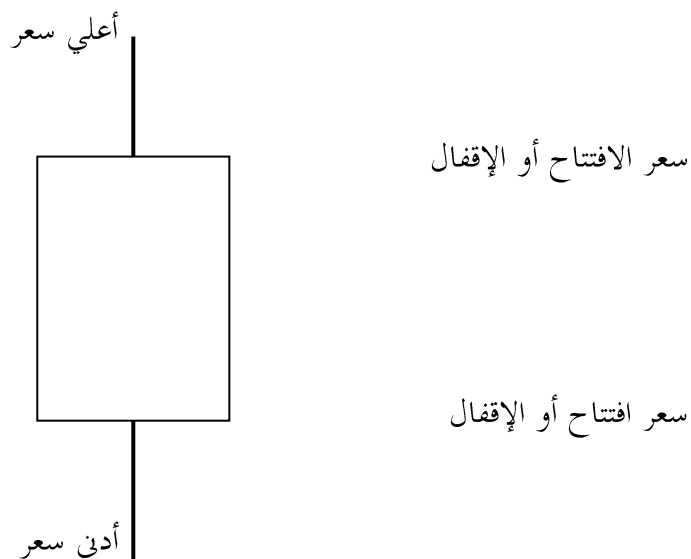


المصدر: على موقع المعهد العربي للتخطيط

7- الشموع اليابانية : تعتبر الشموع اليابانية طريقة قديمة لرصد و تسجيل حركة الأسعار في الأوراق المالية المختلفة لفترة تداول أسعار معينة²⁶¹. استخدمت هذه الطريقة لأول مرة من طرف اليابانيين في القرن السابع عشر من أجل دراسة تطور أسعار العقود الآجلة للأرز²⁶².

و قد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في رسم بياني يشبه الشمعة، و هي عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي و سفلي. قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، و أدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها. أما سعر الفتح و الإغلاق فيمثلان إما الخط السفلي أو العلوي للمستطيل، و قد أطلق على المستطيل الجسم *Body* و الفتيل بالظل *Shadow*²⁶³. و الشكل التالي يبين الأجزاء المكونة لهذا النوع من الرسوم.

الشكل رقم 32 : رسم الشمعة



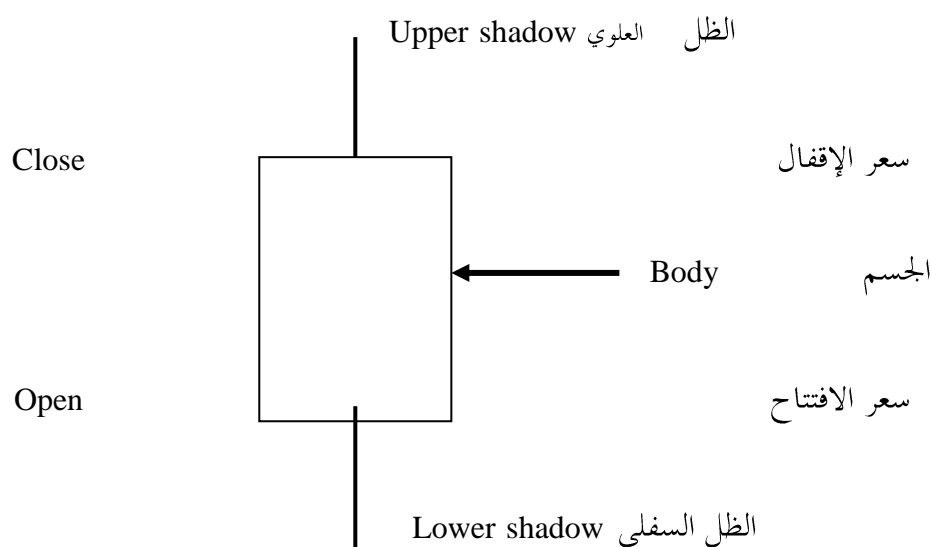
و يوجد نوعان من الشموع هما : الشموع البيضاء *White Candle* و يكون فيها سعر الإقفال أكبر من سعر الافتتاح كما يبين الشكل التالي :

²⁶¹ - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة السادسة، 2007، ص 226

²⁶² - Stéphane Ceaux- Dutheil, Bourse et Analyse Technique, Economica, Paris, 2eme edition, 2005; p15.

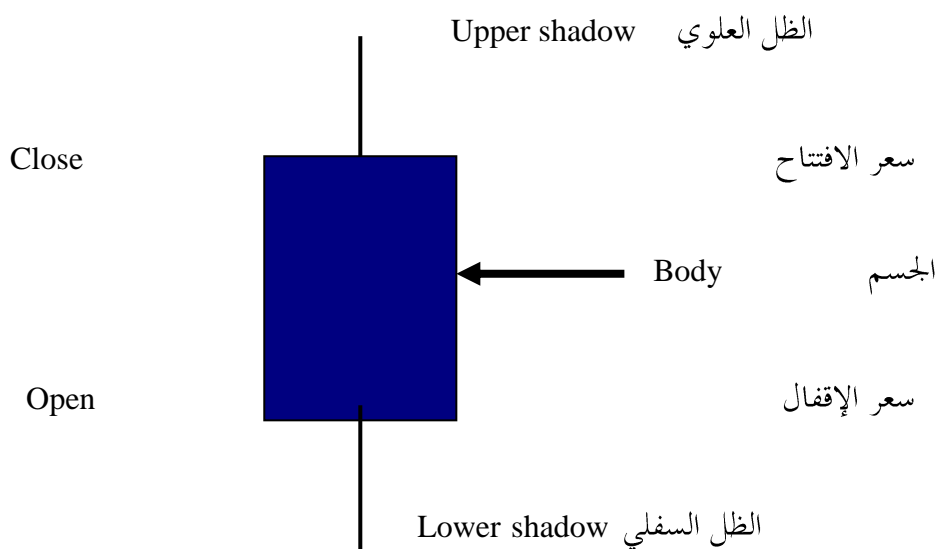
²⁶³ - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره ، ص 218

الشكل رقم 33 : الرموز الأساسية للشمعة البيضاء



أما النوع الآخر من الشموع فهو الشمعة السوداء Black Candle و يكون لون جسمها ملون باللون الأسود و أحيانا باللون الأزرق و يكون فيها سعر الإقفال اقل من سعر الافتتاح و الشكل 31 يوضح هذا النوع من الشموع.

الشكل رقم 34 : الرموز الأساسية للشمعة السوداء



ومن خلال نظرة واحدة إلى نموذج الشموع نستطيع تحديد فيما إذا كان اتجاه السعر على الورقة المالية خلال فترة التداول صاعدا أم هابطا، كما أن طول الشمعة يدل على مدى تغير الأسعار بين بداية التداول ونهايته خلال فترة محددة، فإذا كان جسم الشمعة طويلا فإن هذا يعني أن هناك فرق كبير بين سعر الافتتاح وسعر الإغلاق، أما إذا كان قصيرا فإن هذا يشير إلى أن سعر الإقفال كان قريبا من سعر الافتتاح²⁶⁴.

²⁶⁴ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة للنشر و التوزيع،الأردن/عمان، 2009 ، ص 282.

فإذا كانت الشمعة الطويلة بيضاء فهذا يعني أن هناك ضغطا قويا من جانب المشترين أي زيادة الطلب و هذا يكون مؤشرا على ارتفاع الأسعار في المرحلة القادمة ، أما إذا كان جسم الشمعة السوداء طويلا فهذا يعني أن هناك ضغطا قويا من جانب البائعين أي زيادة العرض وهذا مؤشر على انخفاض الأسعار في المرحلة القادمة.

8- كيفية قراءة لوحات الأسعار

نجد في الجرائد الرسمية اليومية صفحات متخصصة بالمال و الاقتصاد و التجارة، ففي تلك الصفحات يتم عرض جداول مختلفة منها ما يتعلق بالسلع كالذهب و المعادن و المواد الصناعية و الزراعية الأخرى، و منها ما يتعلق بالأوراق المالية التي يتداول في بورصة الأوراق المالية، و خاصة الأسهم و السندات.

نستعرض فيما يلي الجداول المتعلقة بأسعار الأوراق المالية و كيفية قراءة لوحة أسعارها.

كيفية قراءة لوحة أسعار الأسهم: يوجد في أعلى كل لوحة خط يحتوي على مجموعة رموز، بواسطتها يتم قراءة أسعار الأسهم المعروضة من قبل الشركات و البنوك المسجلة في تلك البورصة. اخترنا بورصة طوكيو كمثال²⁶⁵:

Tokyo Stock Exchange Transaction:

-Period-				-Daily-			
High	Low	Issue	Vol/1000	High	low	Close	Chg
4470	2255	Aiwa	334	3140	2970	2990	160-
980	731	Casio	214	765	760	760	6+

(Period) و تعني الفترة الزمنية التي تم فيها تسجيل أعلى و أدنى سعر لأسهم تلك الشركة. في الدول الآسيوية تلك المدة الزمنية تعبر عن سنة كاملة، ما عدا السعر الذي يتم نشره في هذا اليوم.

(High) و (Low) تشير إلى أعلى و أدنى سعر سجلته البورصة خلال سنة. و الأرقام الموجودة تحت كل منهما تشير إلى سعر السهم بالين الياباني.

(Issue) تثبت تحتها أسماء الشركات المصدرة للسهم. فعندنا شركة (Aiwa) و (Casio).

(Vol/1000) تعطينا عدد السهم التي يتم التعامل بها خلال اليوم، و ذلك بضرب الرقم الذي تحت هذا العمود في ألف أي: (334×1000 = 334000).

(Chg) تبين التباين بين سعر إقفال اليوم و سعر إقفال اليوم السابق. فإن كان موجبا يعني أن قيمة السهم ارتفع، و السالب يدل على نزول سعره قياسا على سعر الإقفال لليوم السابق. ففي هذا اليوم كان لشركة (Aiwa) هبوط (-160) مقارنة مع سعر إقفال اليوم السابق للسهم الواحد. و أما شركة (Casio) فكان لها صعود (+6) بالنسبة لسعر إقفال اليوم السابق.

و يوجد في لوحة أسعار الأسهم لبورصة نيويورك أربعة رموز أخرى²⁶⁶:

²⁶⁵ - شعبان محمد إسلام البراوي ، مرجع سبق ذكره، ص 78.

²⁶⁶ - شعبان محمد إسلام البراوي ، المرجع السابق، ص 79.

(SYM) تعني رمز الشركة أو الجهة المصدرة.

(Div) مختصر لـ (Annual Dividend) أي الربح السنوي للسهم الواحد بالدولار.

(% YID) مختصر لـ (Yield Dividend) نسبة العائد الموزع. و تحسب بتقسيم معدل الربح السنوي للسهم

الواحد على سعر الإغلاق للسهم في هذا اليوم.

(PE) مختصر لـ (Price Earning ratio) معدل رسملة الفوائد. و هي النسبة التي يجب أن يضرب بها مردود

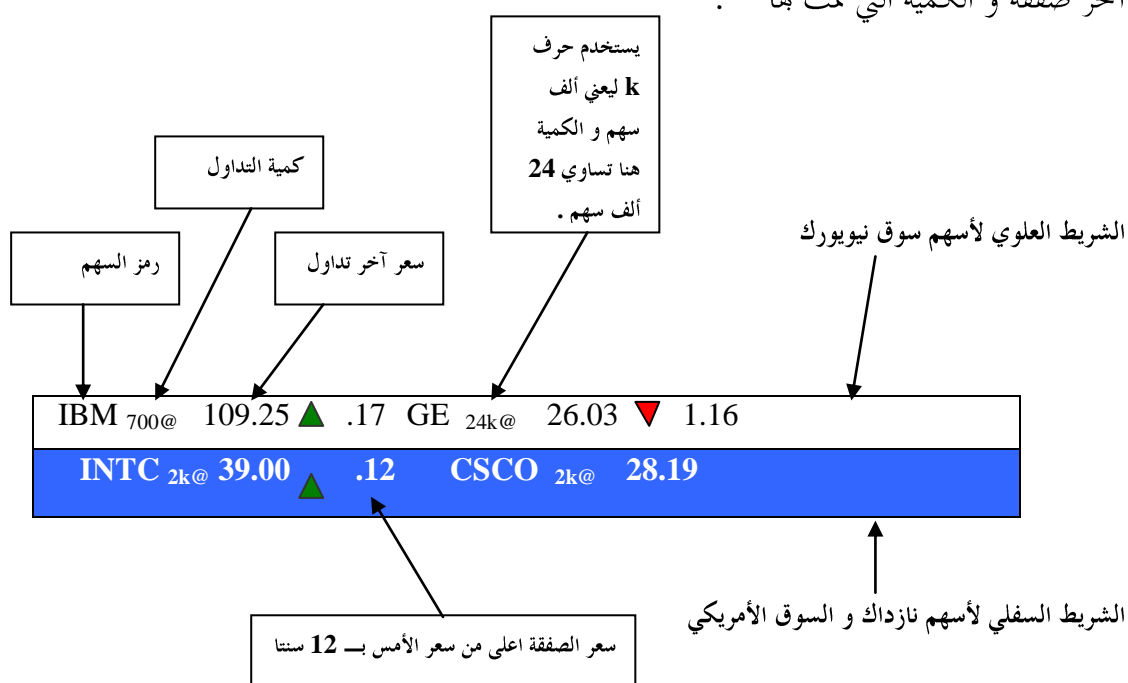
السهم للحصول على سعره في البورصة.

و يمكن للمستثمر الحصول على أسعار الأسهم عن طرق شاشة التلفزيون حيث تقوم بعض المحطات

التلفزيونية بنشر الأسعار على شكل شريط في أسفل الشاشة كما يتضح في الشكل في الأسفل، و الشريط لا

يعرض أسعار العرض و الطلب بل يشير فقط ، و الشريط لا يعرض أسعار العرض و الطلب بل يشير فقط إلى

آخر صفقة و الكمية التي تمت بها²⁶⁷.



²⁶⁷ - فهد بن عبد الله الخويماي، مرجع سبق ذكره، ص 73

المبحث الثالث : الفروق الأساسية بين الاستثمار و المضاربة

تعتبر المضاربة لب نشاط سوق الأوراق المالية وكذلك سوق العملات فالكثير من المستثمرين يلجئون إلى شراء الأوراق المالية بغية بيعها و الحصول على أرباح رأسمالية حتى أصبح هذا النشاط ديدن أغلب بورصات الأوراق المالية.

لقد اختلف الكتاب و الباحثون و الممارسون اختلافا كبيرا و شائكا حول مفهوم المضاربة وأسواق الأوراق المالية، فبينما يرى الكثيرون أنها تعد أداة مبتكرة من أدوات المقامرة، يراها البعض أنها تؤدي دورا اقتصاديا إيجابيا بشأن توازن الأسعار و تغذية السوق بالسيولة، والتنبؤ بالأحوال الاقتصادية، ويقف آخرون موقفا وسطا قائلين أنها كملح الطعام قليل منه يفيد وكثيره يفسد الطعام²⁶⁸.

ويمكن القول على العموم أن الاستثمار في الأوراق المالية يختلف عن المضاربة فيها، حيث يسعى المستثمر لتحقيق الأمان والاستقرار لرأسماله الأصلي مع ضمان دخل سنوي مستمر من عوائد أرباح الأسهم²⁶⁹.

المطلب الأول: تعريف الاستثمار و المضاربة

1- مفهوم المضاربة في بورصة الأوراق المالية

المضاربة في البورصة هي ترجمة للكلمة الإنجليزية *Speculation*²⁷⁰ ، وهي ترجمة غير صحيحة لأن الترجمة اللغوية لهذه الكلمة هي التنبؤ أو التخمين ويفضل بعض الاقتصاديين استعمال كلمة المجازفة بدل المضاربة²⁷¹. فالمضاربة بصورة عامة هي شراء شيء رخيص وقت ما لغرض بيعه بسعر أعلى في وقت لاحق، وقد توصف المضاربة بأنها مراجعة²⁷² عبر الوقت، أي الشراء في وقت ما والبيع في وقت آخر، ففي هذه الحالة لا يمكن معرفة الأسعار إلا بالتقدير الذي لا يمكن أن يكون صحيحا أو خاطئا، و هي عكس المراجعة عبر المكان أي الشراء في مكان والبيع في مكان آخر، فالأسعار معروفة في هذه الحالة. وبهذا المفهوم تعتبر كل المعاملات في عداد المضاربات²⁷³.

والمضاربة في البورصة وجدت عندما ظهرت طبقة من المتعاملين في البورصة يشترون الأوراق المالية بقصد إعادة بيعها عند ارتفاع الأسعار والحصول على فارق السعر كربح رأسمالي، ومن المعلوم أن هدفهم هنا يتوقف على أمرين:

²⁶⁸ - أحمد محي الدين احمد، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإثباتية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1415هـ/1995م، مجموعة دار البركة إدارة التطوير و البحوث ، قسم الدراسات و البحوث الشرعية جدة/ المملكة العربية السعودية ، ص 479.

²⁶⁹ - بلعروز بن علي، محمد الطيب محمد، دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، الدار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، ص 182.

²⁷⁰ - Purchasing risky investments that present the possibility of large profits, but also pose a higher-than average possibility of loss. A profitable strategy over the long term if undertaken by professionals who hedge their portfolio to control the amount of risk. (معجم المال و الأعمال، مرجع سبق ذكره ص 615).

²⁷¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 269.

²⁷² - عملية تخفض خطر استثمار ما.

²⁷³ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 269.

❖ وجود فروق في الأسعار بين البيع والشراء.

❖ زيادة عدد الصفقات التي تتم وسرعتها، مع زيادة كمية الأوراق المالية المتعامل عليها.

وبما أن معرفة هؤلاء بفروق الأسعار أمر تقديري يدخل في عدم التيقن و المخاطرة و المجازفة التي تقترب من المقامرة دفعهم هذا الأمر إلى ابتكار عمليات كالتغطية hedging²⁷⁴ و الاختيارات Options²⁷⁵ لتقليل المخاطر و ابتكروا لزيادة عدد الصفقات و كمية الأوراق المالية المتعامل بها أساليب التمويل النقدي الجزئي للمشتريات و البيع على المكشوف، ولزيادة سرعة تلك الصفقات لجؤوا إلى أساليب ملتوية لحث الآخرين على التعامل معهم مثل الترويج للإشاعات الكاذبة و التأثير على حركة التداول لتسير وفق ما يحقق لهم من أرباح. ويمكن تقسيم المنظرين للمضاربة إلى فئتين²⁷⁶:

الفئة الأولى : تبنت فكرة (كيتز - هيكس) و تقول إن درجة الرغبة في تحمل المخاطر تميز المضارب عن غيره، فمن يرغب في تحمل المخاطر يكون مضاربا، و من يتجنب المخاطر يكون متحوطا، و من جهة نظر (كيتز - هيكس) فإن السوق المستقبلية لها دور اجتماعي مفيد، إذ تحول مخاطر الأسعار من المتحوظين الذين لا يرغبون في تحمل مخاطر عالية (*more risk averse*) إلى المضاربين الذين يتحملون مخاطر عالية (*less risk averse*).

الفئة الثانية : و يقودها الكتاب التطبيقيون، الذين يعرفونها بأنها : بيع و شراء صوريان للاستفادة من فروق الأسعار، و عرفها محي الدين بأنها : بيع أو شراء صوريان ليس بغرض الاستثمار، و لكن بغرض الاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، و القيمة الاسمية و الدفترية " الحقيقية" من ناحية أخرى. و من هذا التعريف نستنتج شيئين²⁷⁷:

← بيع و شراء صوريان : ليس هناك نية للتمليك و التملك و تنحصر العملية في دفع أو قبض فروقات الأسعار، بين يوم العقد و يوم التصفية، و من مظاهر صورية العقد بيع البائع ما لا يملكه لأجل.

²⁷⁴ - A transaction that reduce the risk of an investment . ص 297 مرجع سبق ذكره، معجم المال و الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 297

²⁷⁵ - Give the buyer the right, but not the obligation to buy or sell an asset at a set price on or before given date . Investors, not companies, issue options, buyers of call options that q stock will be worth than the price set by the option (the strike price), plus the price they pay for the option itself. Buyers of put options bet that the stock's price will drop below the price set by the option. An option is part of q class of securities called derivatives, which means these securities drive their value from the worth of an underlying investment. (معجم المال و الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 297)

مرجع سبق ذكره، ص 461

²⁷⁶ - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة و الأسواق المالية المعاصرة، تحليل اقتصادي و شرعي، الأزمة المالية العالمية أسباب و حلول من منظور إسلامي، إعداد مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي - جامعة الملك عبد العزيز جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2009م، ص 188.

²⁷⁷ - احمد محي الدين احمد، مرجع سبق ذكره ص 483.

← انخفاض الارتباط بين القيمة السوقية من ناحية و القيمة الاسمية و الدفترية من ناحية أخرى : أي أن أسعار تبادل الأوراق المالية في السوق تتحرك في اتجاه مستقل عن إنتاجية و ربحية و نمو أصول المشروع مصدر الورقة المالية.

2- المضاربة والاستثمار: الاستثمار هو توظيف للأموال لفترة زمنية محددة للحصول على تدفقات نقدية في المستقبل تعويضا للقيمة الحالية للأموال و مخاطر التضخم، بالإضافة إلى معيار القيمة الزمنية للنقود كونه يمثل بعدا شموليا لمفهوم الاستثمار. و يقصد بالقيمة الزمنية للنقود أن الدينار المستلم اليوم أكبر من الدينار المستلم بعد فترة زمنية محددة²⁷⁸.

أما مصطلح المضاربة فينشط مضمونه في الوقت الذي تشهد فيه بورصات الأوراق المالية حركة تداول نشطة حيث يشتري المضارب الأوراق المالية القابلة للبيع بهدف تحقيق أرباح في المستقبل القريب توقعا منه بزيادة الأسعار، فالتغير في مستوى السعر يؤثر على عمليات شراء الأسهم بهدف إعادة بيعها بسعر أعلى والاستفادة من الأرباح في رأس المال²⁷⁹.

➤ طبقا لمفهوم المضاربة يمكن القول بأن الاستثمار يمثل القاعدة و المضاربة الاستثناء، في ضوء القاعدة والاستثناء يمكن تحديد الفروق الأساسية بين الاستثمار و المضاربة وفق الآتي:

2-1- الفرق بين الاستثمار و المضاربة

و يفرق كيتز بين المضاربة و الاستثمار فيقول : المضاربة هي عملية التنبؤ بنفسية السوق، و أما الاستثمار فهو التنبؤ بالغلطات المتوقعة للأصول المالية طوال فترة بقائها. و يضع الدكتور محي الدين اعتبارات على أساسها يمكن التمييز بين المضاربة و الاستثمار²⁸⁰:

✓ من حيث الأفق الزمني : الاستثمار يمتد إلى أكثر من سنة، في حين أن المضاربة لا تتعدى الأشهر أو الأسابيع و حتى الأيام و الساعات.

✓ من حيث قواعد التوظيف : للاستثمار قواعد علمية بينما التوقعات المحتملة قاعدة المضاربة.

✓ من حيث العائد : يعتمد المستثمر الرشيد على معيار المبادلة بين العائد و المخاطرة في حين المضارب يتخذ من الأرباح الرأسمالية المحتملة أساس في صياغة قراراته.

✓ من حيث المخاطرة: المستثمر يحاول تجنب المخاطر خلال الموازنة بين العائد و المخاطرة في حين المضارب يبدي استعدادا عالي لتحمل المخاطر طبقا لتوقعاته.

و يمكن تلخيص هذه القواعد في الجدول التالي:

²⁷⁸ - أرشد فؤاد النميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 19/16.

²⁷⁹ - Jean Louis Besson, Monnaie et finance, Office Publication universitaires, Alger, 1993, P32.

²⁸⁰ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره ، ص 175.

الجدول رقم (7): الفرق بين المضاربة و الاستثمار

الاعتبارات	المضاربة	الاستثمار
1- العوائد المتوقعة منهما	غير منتظمة و متأرجحة، و عوائدها مرتفعة عادة، لأن المضارب يهتم بتحقيق الربح عن تحركات السعر السوقي للورقة المالية.	ممتاز بالدورية و الثبات النسبي و عدم تضخمها و عوائده تكون أقل عادة. لأن المستثمر يضع في اعتباره المددود السنوي له و التراكمات الرأسمالية للأصول.
2- المخاطر المحتملة	درجة المخاطر فيها مرتفعة، فالخسائر التي يتعرض لها المضارب خطيرة، قد تخرجه من السوق و تعرضه للإفلاس.	درجة المخاطرة أقل، فالخسائر التي يتعرض لها المستثمر غالبا ما تكون طفيفة يمكن تغطيتها بالأرباح الاحتياطية.
3- أجل التوظيف	أجل التوظيف تأخذ فترة قصيرة لأن المضارب يحاول الاستفادة من تذبذبات الأسعار	أجل التوظيف تأخذ فترة طويلة.
4- نوع التعامل	السوق الآجلة و خاصة عمليات الشراء بالهامش و البيع على المكشوف و الاختيارات هي ميدان المضارب، لأنه يريد الربح الكبير و السريع.	السوق العاجلة هي ميدان المستثمر غالبا.

المصدر: شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص

176.

بالإضافة إلى ذلك يرى بعض الاقتصاديين يرى بأن المضاربة لا تسبب عدم الاستقرار وذلك لاعتقادهم أن الأسواق مشكلة من عملاء مماثلين يمتلكون نفس المعلومات، و لهم نفس الفهم للأوضاع، و نفس الآراء و التحركات، و هذا بناء على النظريات التي تؤكد على أن العقلانية أو الرشادة للمضارب أو المستثمر تعتبر على أنها بديهية من بديهيات الاقتصاد و من الصعب التفكير في عالم غير عقلائي، لكن في الحالات المعقدة و المتشابكة يلعب الخبراء الماليين و البارعين في الأسواق المالية دور مهم في المضاربة مما يميزهم عن الآخرين بالسلوك الرشيد²⁸¹. ولكن إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات السوقية فإنه لن يكون هناك حافز لشراء المعلومات من المحليين، حيث يستطيع الجميع استنتاج المعلومات من اتجاه الأسعار مجانا. و لكن إذا لم تشتت المعلومات فإن السوق لن تعكس تلك المعلومات، لذلك يجب أن توجد جهة تشتري تلك المعلومات. و لحل هذه المعضلة قام غروسمان و ستجلتز (*Grossman and Stiglitz, 1976*) بتطوير نموذج افترض فيه أن الأسعار إنما تعكس المعلومات جزئيا فقط، و لذلك يقوم بعض المتعاملين في السوق بشراء المعلومات حتى يكونوا

²⁸¹ - Charles P, Kindleberger : les mouvement internationaux des capitaux, DUNOD, Prs, 1990, P28 et 29.

مطلعين على الاتجاه المستقبلي للسوق، بينما يختار الآخرون استنتاج المعلومات من التحركات السعرية الحالية. و يعوض المتعامل المطلع عن تكلفة المعلومات بحصوله على ميزة نسبية مقارنة بالمتعامل غير المطلع²⁸².

3- القمار والمضاربة

عرف سامويلسون القمار بأنه أي تصرف حر و اختياري لتحمل المخاطر، أما المقامرة فهي المراهنة على دخل غير مؤكد، فهو مصطلح يستخدم لوصف حالة الفرد الذي تكون لديه رغبة غير محددة على تحمل مخاطر كبيرة من أجل الحصول على عائد مرتفع و غير مؤكد ، ويقال على هذا الفرد مقامر .

ومن المفاهيم السابقة يظهر تداخل بين الاستثمار، المضاربة و المقامرة و أن المضاربة تأتي بين الاستثمار و المقامرة، وهذا يعني أن المضارب هو مستثمر، لكن درجة تحمله للمخاطر تكون أعلى من درجة تحمل المستثمر، لكن لو أخذنا درجة المخاطر التي من الممكن أن يتحملها الفرد المقامر سوف تكون أعلى من المخاطر التي يتحملها المستثمر و المضارب، و العائد الذي يسعى إلى تحقيقه المقامر يكون مرتفع مقارنة بالعائد الذي سيحققه المستثمر و المضارب، فالمقامر يخرج عن دائرة الاستثمار و المضاربة إلى دائرة يحقق فيها عائد أكبر مقابل تحمله مخاطر أعلى من تلك التي يتحملها المستثمر و المضارب²⁸³.

و الجدول التالي يبين أهم أوجه المقارنة بين هذه المفاهيم الثلاثة :

الجدول رقم (8) : مقارنة بين الاستثمار و المضاربة و المقامرة

المعيار	الاستثمار	المضاربة	المقامرة
العائد المرغوب	معقول	مرتفع	غير مؤكد
نوع العائد	إيرادي	رأسمالي	رأسمالي
درجة المخاطر	مقبولة	عالية	عالية جدا
فترة الاستثمار	طويلة	قصيرة	قصيرة
التركيز في القرار	موعد الاستحقاق	مقدار العائد	مقدار العائد
المعلومات	مؤكدة	محسوبة أحيانا	غير مؤكدة
الفرد	مستثمر	مضاربا	مقامرا
مثال	الأوراق المالية	العقود الآجلة	الخيارات

المصدر: قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1430 هـ /

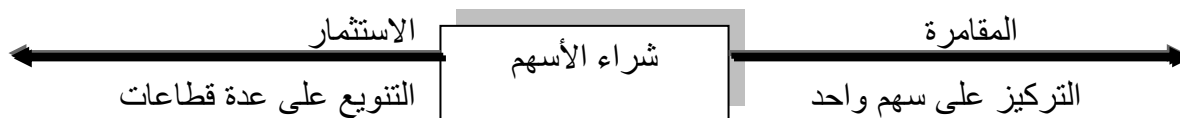
2009 م ، ص 32.

و الشكل التالي يبين مخططا لتوضيح كيفية الاستثمار لكل من المستثمر و المقامر حيث يظهر بينهما اختلاف جوهري في التنوع أو التركيز.

²⁸² - عبد الرحيم عبد الحميد الساعدي، مرجع سبق ذكره ، ص 190.

²⁸³ - قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1430 هـ / 2009 م ، ص 31 / 32.

الشكل رقم (35) : الاختلاف بين المستثمر و المقامر



المصدر: قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1430 هـ / 2009 م ، ص 33.

1-2- المعايير الأساسية للاستثمار في الأوراق المالية

بما أن الاستثمار في الأوراق المالية هو الأصل، سوف نورد في هذا الجزء بعض المعايير الأساسية التي يجب على المستثمر الوقوف عندها و الاعتماد عليها تحت أي ظرف²⁸⁴.

4-1- السمعة الجيدة للإدارة و فريق العمل : الجهاز البشري الذي يدير الشركة له دور كبير، و مؤثر نفسي على قرارات المستثمرين، لذا فإن سمعة الإدارة و الثقة التي تتمتع بها تضاهي الأرباح في دعم السهم، و سمعة الشركة لا تقتصر فقط على سمعتها الحالية و إنما يجب النظر أيضا لتاريخها. فالثقة و المهنية عوامل رئيسية و أساسية ينظر إليها عند اقتناء السهم لأهداف استثمارية طويلة أو متوسطة الأجل.

4-2- تدفق المعلومات و الشفافية : شفافية الشركة مع مساهميها تعتبر عنصرا من أهم العناصر الرئيسية لشراء سهم ، فشفافية الشركة و احترامها لمساهميها و عدم تضليلهم و اطلاعهم على البيانات المالية و إعلامهم أولا بعقود الشركة، و اتخاذ القرارات المالية و التشغيلية بما يكون لمصلحة مساهميها ضروري حتى يطمئن قلب المستثمر إلى أن السهم الذي يستثمر فيه هو لشركة تعمل في الضوء و ليس في الظل.

4-3- الثبات و النمو في الإيرادات : يعتبر عامل الاستقرار في نمو الإيرادات الذي تحققه الشركة مهم للمراقبين و المستثمرين الاستراتيجيين حيث يعطيهم ثقة بأن أداء الشركة على أسس و ليس نتيجة ضربات عشوائية، كما يعكس استمرارية النمو التحدي لدى مجلس الإدارة و الحرص على الانتقال بالشركة عاما بعد آخر لمكانة أفضل، و تعزيز عوائد السهم.

4-4- تنوع مخاطر الإيرادات : التنوع الجيد لمصادر الإيرادات عامل جوهري في إستراتيجية أي شركة حيث أن هناك خطورة كبيرة في التركيز على مصدر إيرادي واحد و من سوق أو مكان جغرافي واحد في ظل التقلبات التي تشهدها الاقتصاديات و بالتالي فان تعدد مصادر الإيراد التشغيلي للشركة و الأدوات المتنوعة التي تعمل بها، يعد أحد المعايير التي تدعم قوة السهم و تعزز حتمية الرغبة في تملكه.

²⁸⁴ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن عمان، الطبعة الأولى 2008 ، ص 245 - 246

4-5- الأرباح القوية التشغيلية و المستمرة: لا شك في أن الأرباح التشغيلية تعد إحدى أهم و أبرز نقاط القوة التي يعتمد عليها المحللون الماليون الذين يطلقون التوصيات لمديري الاستثمار، حيث أن جودة الأرباح التشغيلية تعني استمراريتهما وأنها بعيدة عن تقلبات الأسواق المالية.

ويعني الربح التشغيلي قدرة الشركة على تحويل هذا الربح إلى واقع ملموس وليس أصول متضخمة منتفخة بورم مالي فقط كما يؤكد هذا الربح أيضا.

4-6- المركز المالي الصلب: من المعايير و مواطن القوة التي تعزز السهم، تمتع الشركة بمركز مالي قوي، حيث أن ذلك يمنح الشركة إمكانية اقتناص الفرص وتحقيق الشراكات و الدخول في المشاريع الجديدة التي تظهر بشكل فجائي، كما أن جودة أصول الشركة وعدم تحملها أعباء مالية كبيرة يجعلها تحت وطأة الديون لفترات طويلة مما يجعل سهم الشركة مرغوبا فيه بشكل دائم من جانب المستثمرين.

4-7- استمرارية التوزيعات: يحرص المستثمرون الاستراتيجيون عند الدخول بسلة الاستثمار طويل أو قصير الأجل على تقييم تاريخ الشركة مع التوزيعات النقدية و مدى ثباتها و استمراريتهما في النمو، فالتوزيعات النقدية تعني حقائق عديدة أهمها:

☒ أن أرباح الشركة تشغيلية.

☒ كفاءة و قدرة الجهاز الإداري.

☒ تقدير المساهمين و اشتراكهم في الثروة المحققة.

☒ منح المساهمين عوائد حقيقية و ملموسة.

ويعتبر قطاع البنوك الأكثر ثباتا في توزيعاته قياسا بباقي القطاعات الأخرى التي يصعب توقع التوزيعات فيها.

1-2-8- السيولة العالية للسهم و معدل دورانه: دائما يتجه المستثمرون للأسهم التي تتمتع بمعدلات دوران عالية في السوق، و هي الأسهم التي توصف بأنها سائلة، أي بالإمكان بيعها و التخلص منها في أي وقت و بربح سريع، ولاشك في أن تلك الميزة تتوافر في الأسهم الجيدة ذات الأداء و الربح المميز و هناك قطاعات تعتبر جيدة لكن معدل دوران أسهمها ثقيل، كقطاع التأمين على سبيل المثال.

المطلب الثاني: الطلب على النقود لغرض المضاربة

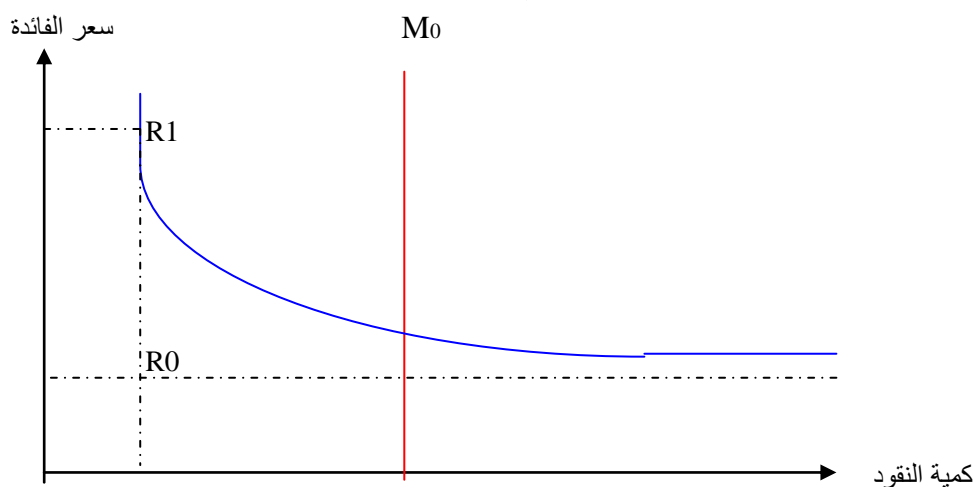
بالإضافة إلى الطلب على النقود لغرض المعاملات، يرى كثير أن هناك دافع ثالث للطلب على النقود يتمثل في الطلب على النقود لغرض المضاربة، و يتعلق حجم هذا الطلب بمعدل الفائدة حيث تتغير الأرصدة النقدية التي تطلب لهذا الغرض بفعل تغير سعر الفائدة.

وتسائل كثير عن سبب احتفاظ الأفراد بالثروة (الدخل) على شكل أوراق نقدية *Cash* أو ودائع *Deposits* غير متداولة، في الوقت الذي يتمكن من الحصول على مردود أو عائد إذا ما احتفظ بسندات

مالية؟ و قد عثر على الجواب من خلال مفهوم الرغبة في السيولة (تفصيل السيولة *Liquidity Preference*)²⁸⁵.

إن الطلب على النقود لغرض المضاربة يتأثر بالمفاضلة بين سيولة النقود من ناحية و الفائدة التي تدرها السندات من ناحية أخرى، ومعدل الفائدة هو بمثابة مكافأة تعرض للناس من أجل تحفيزهم للاحتفاظ بالأوراق المالية *Securities* بدلا من النقود السائلة، والنقود تعتبر رصيد سائل تماما و آمن بمعنى لا توجد أخطار أو خسائر في رأس المال. و على الجانب الثاني فإن الأوراق المالية يمكن أن تختلف في القيمة و لذلك فإن هناك خطر مواجهة خسارة في رأس المال عندما يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية و ليس الاحتفاظ بالنقود²⁸⁶. فإذا كان معدل الفائدة مرتفعا جدا يفضل الأفراد السندات على النقود، لأن سعر الفائدة المرتفع يعوض عن مخاطر تقلبات الأسعار، وبالعكس إذا كان معدل الفائدة منخفضا جدا يميل الأفراد إلى التفضيل المطلق للسيولة و بالتالي فإن الطلب على النقود لغرض المضاربة يمكن أن يكون دالة متناقصة لسعر الفائدة في السوق النقدية، وهي العلاقة العكسية التي أكدها كيتز بين المتغيرين عن طريق قانونه السيكولوجي المبين في الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (36) : منحني تفضيل السيولة



المصدر: بسام الحجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى 2006 م/1426 هـ، ص 103. فالخوار الرأسي في الرسم يقيس التغيرات في سعر الفائدة بينما يقيس المحور الأفقي كمية النقود و يمثل M_d منحني الطلب على النقود لغرض المضاربة. ونشير إلى أنه إذا كان معدل الفائدة r_0 حين وصول سعر الفائدة إلى أدنى مستوى فإن الطلب على النقود لغرض المضاربة يصبح لا نهائي المرونة، و هذا يعني أن معدل الفائدة منخفض إلى درجة أن الأفراد يميلون إلى تفصيل السيولة. أي عند وصول سعر الفائدة إلى المستوى r_0 تكون الأسعار الجارية للسندات قد وصلت إلى أقصى حد لها و لا يمكن أن ترتفع أكثر مما يجعل المضاربون يتوقعون

²⁸⁵ - بسام الحجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى 2006 م/1426 هـ، ص 102.

²⁸⁶ - محمد صالح القريشي، اقتصاديات النقود و البنوك و المؤسسات المالية، إثراء للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009 م/1430 هـ، ص 209.

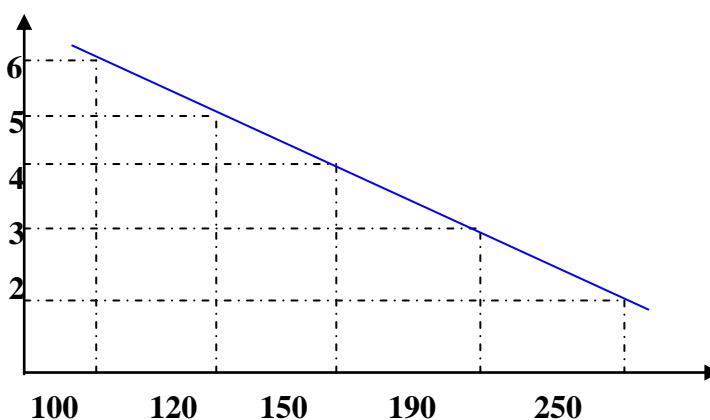
انخفاضها بمجرد أن يحدث ارتفاع في سعر الفائدة فوق المستوى r_0 و لتجنب خسائر انخفاض القيمة الحارية للسند فإن الأفراد يفضلون الاحتفاظ بشرواتهم في شكل نقدي سائل²⁸⁷.

و بالعكس عند معدل فائدة r_1 تنعدم الرغبة في الاحتفاظ بالسيولة على شكل نقود، فعند وصول سعر الفائدة إلى أقصى حد له عند المستوى r_1 تنخفض أسعار السندات إلى أدنى حد لها و لا يمكن أن تنخفض أكثر و يتوقع المضاربون ارتفاع أسعار السندات بمجرد أن يحدث انخفاض في سعر الفائدة، وعلى هذا الأساس فإن الأفراد يحتفظون بالنقود عند سعر الفائدة r_1 و يقومون بشراء السندات بهدف تحقيق أرباح حين ترتفع أسعارها.

وبين r_0 و r_1 فإن المضاربين سوف يوزعون ثرواتهم ما بين النقود و السندات الأمر الذي يتحدد وفقا لتفضيل السيولة النقدية و عوامل عدم التيقن بشأن سعر الفائدة في السوق، و يميل الأفراد للاحتفاظ بشرواتهم في شكل نقدي سائل كلما انخفض سعر الفائدة و العكس صحيح، بمعنى أن تفضيل الأفراد للاحتفاظ بالنقود ينخفض كلما ارتفع سعر الفائدة.

و لفهم هذه الحالة نفترض المثال التالي: لنفترض أن سعر الفائدة يساوي 6 % و لنفترض أن هذا المعدل يتناسب مع سيولة مقدارها 100 و إذا انخفض سعر الفائدة إلى 5 % فإن تفضيل السيولة سوف يرتفع إلى 120 و، و إذا انخفض إلى 4 % يرتفع تفضيل السيولة إلى 150 و، و إذا كانت الفائدة تساوي 3 % يرتفع تفضيل السيولة إلى 190 و، و إذا كان سعر الفائدة يساوي 2 % فدرجة تفضيل السيولة 250 و. فإذا افترضنا في المثال السابق أن القيمة الاسمية للسند تساوي 100 و فإن القيمة السوقية للسند تساوي القيمة الاسمية للسند مضروبة في سعر الفائدة الاسمي (6%) مقسومة على سعر الفائدة السوقي الذي يتغير نحو الانخفاض، و هكذا يمكن حساب باقي القيم الخاصة بالتفضيل النقدي للأفراد المضاربين كما يبينه الشكل التالي:

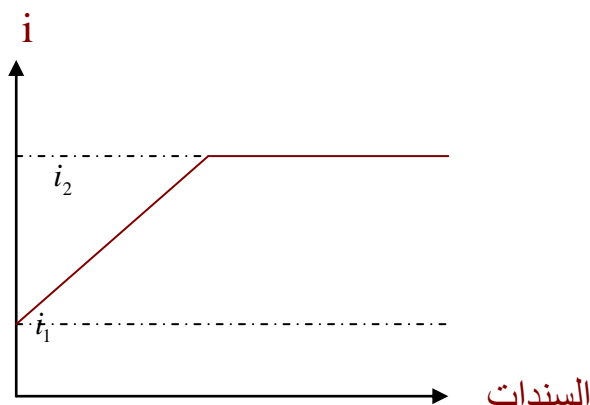
الشكل رقم (37) : منحني التفضيل النقدي



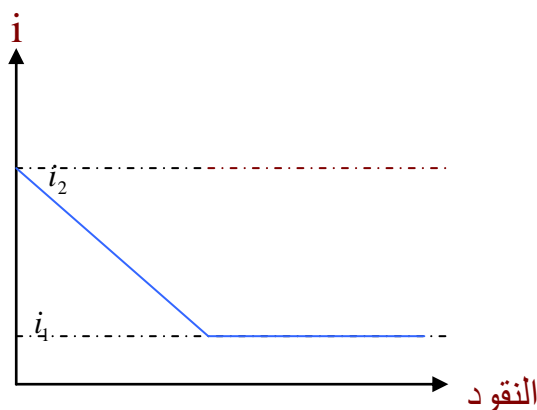
²⁸⁷ - بسام الحجار: مرجع سبق ذكره، ص 104.

المصدر: بسام الحجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى 2006 م/1426 هـ، ص 105.

ويعبر عن العلاقة بين الطلب على النقود لغرض المضاربة و سعر الفائدة كما يلي: $M = f(i)$
وهكذا يفاضل الأفراد بين الطلب على السندات و الطلب على النقود بشكلها السائل لغرض المضاربة كما يوضحه الشكل التالي :



يتضح من الشكل ان الطلب على السندات يساوي الصفر عند مستوى سعر فائدة i_1 ، لأن الاعتقاد السائد عند هذا المستوى أن سعر الفائدة قد وصل إلى أنى مستوى له و أنه لا يمكن أن ينخفض أكثر مما انخفض و أنه لا بد من أن يرتفع في المستقبل أي أن يصبح أعلى من المستوى i_1 و هذا يعني أن شراء السندات عند هذا المستوى المنخفض من سعر الفائدة في السوق النقدية سيؤدي بحامله إلى تحمل خسارة في المستقبل، لكن يرتفع عدد الراغبين في الاحتفاظ بالسندات عندما يأخذ سعر الفائدة بالارتفاع عن مستوى i_1 ، إلا أنه عندما يصبح سعر الفائدة عند مستوى i_2 عندئذ سيفضل المضاربون الاحتفاظ بالسندات نظرا لاعتقادهم أن العوائد على السندات ستكون موجبة كما يوضحه منحني الطلب على النقود المشتق من منحني الطلب على السندات.



1- السياسة النقدية و عمليات المضاربة: يقصد بالسياسة النقدية Monetary Policy مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض النقدي Money Supply و الذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية و الودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور، و في هذا الصدد تؤكد الكثير من الدراسات على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود و بين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن

زيادة المعروض النقدي من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض سعر الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار²⁸⁸، و يؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة التي تنعكس عادة على مستوى طلب المنتجات و زيادة أرباح المنشآت فيتحرك نشاط سوق الأوراق المالية نحو الانتعاش بزيادة حجم الإصدارات و تداول الأوراق المالية، وقد يحدث العكس فالمعروض النقدي المسبب للتضخم يرفع بدوره تكاليف المشاريع الاقتصادية و يتسبب في انخفاض أرباحها فينخفض الطلب على أوراقها المالية مما يدفع أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض و نشاط سوق الأوراق المالية نحو الركود.

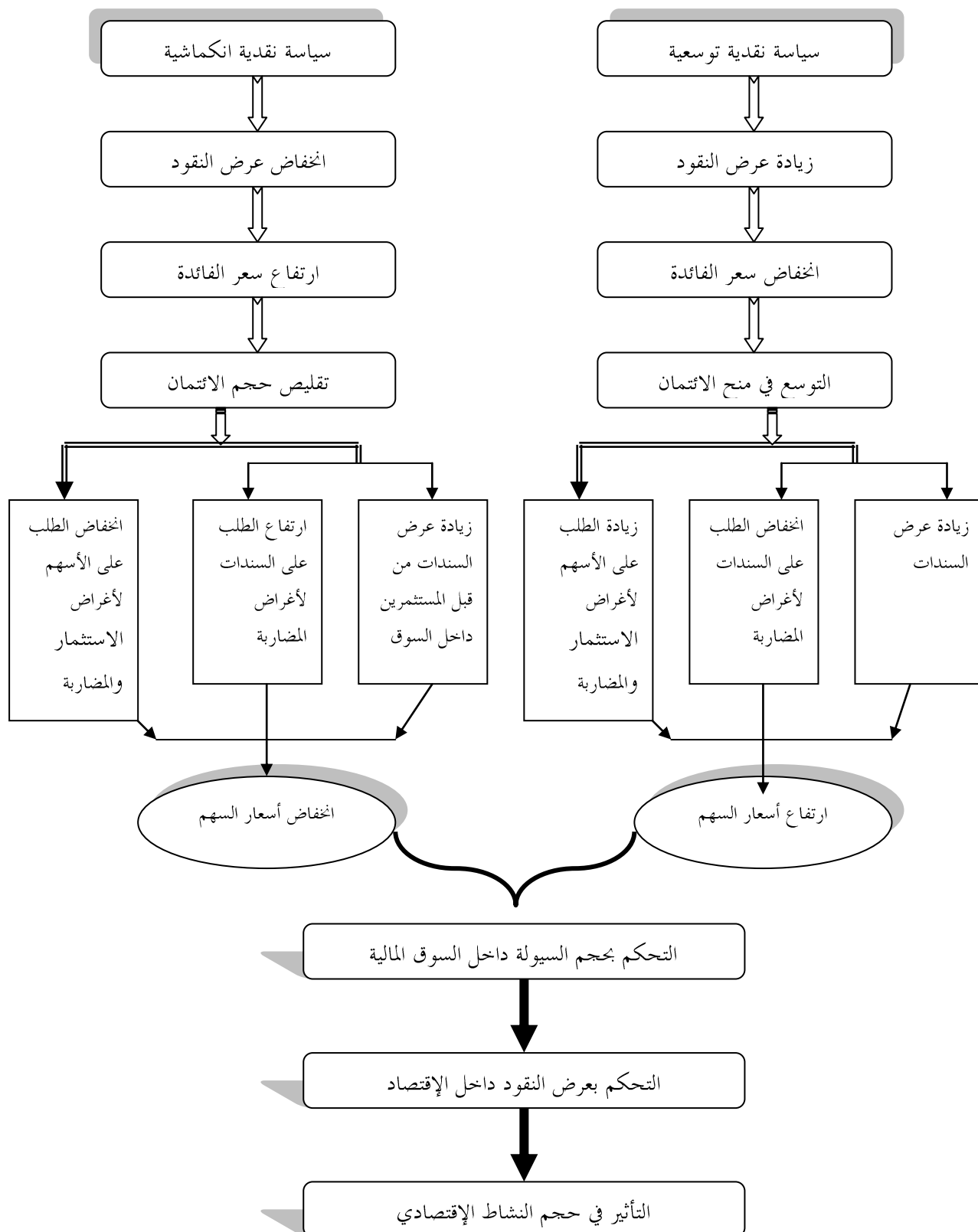
1-1- دور السياسة النقدية في تنمية سوق الأوراق المالية

يقصد بالسياسة النقدية *Monetary Policy* مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض النقدي من النقود Money Supply و الذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية و الودائع للأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور، و في هذا الصدد تؤكد الكثير من الدراسات على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود و بين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعها تحسن في الاقتصاد. و ذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود على فرض ثبات المطلوب منها من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار²⁸⁹، و يؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج و انخفاض نسبة البطالة التي تنعكس عادة على مستوى طلب المنتجات و زيادة أرباح المنشآت فيتحرك نشاط سوق المالية نحو الانتعاش بزيادة حجم الإصدارات و تداول الأوراق المالية، و قد يحدث العكس فالمعروض النقدي المسبب للتضخم يرفع بدوره تكاليف المشاريع الاقتصادية و يتسبب في انخفاض أرباحها فينخفض الطلب على أوراقها المالية مما يدفع أسعار الأوراق المالية نحو الانخفاض و نشاط سوق الأوراق المالية نحو الركود إضافة إلى انخفاض حجم الإصدارات الأولية لهذه الشركات.

الشكل رقم (38): آلية انتقال السياسة النقدية إلى السوق المالية و التحكم بحجم السيولة الكلية

288 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف-الإسكندرية، 1999، ص 164.

289 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 165.



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و

التوزيع - عمان، 2010م، ص. 107.

1-2- دور السياسة المالية في تنمية سوق الأوراق المالية

تستخدم الحكومة أدوات السياسة المالية ممثلة في الضرائب *Taxes* و الإنفاق الحكومي *Government Spending* للتأثير على الطلب الإجمالي و النشاط الاقتصادي مما يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية. ففي وقت الكساد يكون الطلب الإجمالي على السلع و الخدمات أقل من العرض الإجمالي مما يؤدي إلى زيادة البطالة و انخفاض الاستثمار، هنا يجب على الحكومات أن تتبع سياسة مالية توسعية *Expansionary* بزيادة الإنفاق الحكومي أو تخفيض الضرائب مما يساعد على زيادة دخل المستهلكين و منشآت الأعمال فيرتفع الطلب الكلي و يتحرك النشاط الاقتصادي و تنشط التعاملات في بورصة الأوراق المالية. والعكس قد يتطلب الأمر إتباع سياسة انكماشية *Contractual* إذا كان الاقتصاد يتوسع أسرع مما يجب و العرض الكلي لا يلبى حاجة الطلب الكلي فيكون المعروض النقدي أكبر من السلعي فيزيد التضخم، فيكون سعر الورقة المالية غير عادل فينعكس ذلك على قرارات المستثمرين و المدخرين مما يجعل الأموال تخصص للتخصيص الغير كفؤ.

* و للضرائب تأثير على سوق الأوراق المالية من زوايا متعددة نذكر منها²⁹⁰ :

أ- إذا تم تخفيض معدل الضرائب على الأرباح التجارية و الصناعية للشركات، فهذا يؤدي إلى تأثيرين، الأول **إيجابي** وهو زيادة الأرباح الصافية للشركات و من ثم ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، إلا أنه لو قامت الحكومة بتعويض إيرادات الضرائب عن طريق التمويل بالعجز أي بإصدار المزيد من أوراق البنكنوت عن طريق زيادة المعروض النقدي دون أن يقابله زيادة ماثلة في المعروض السلعي فسوف يرتفع مستوى التضخم الذي يترك أثر **سلبي** على أسعار الأوراق المالية.

ب- قد تعطي الحكومات إعفاءات ضريبية لتشجيع صناعات معينة، هنا يجب التركيز على تلك الصناعات في مرحلة تحليل ظروف لصناعة.

ج- قد تكون الإعفاءات الضريبية للشركات و الاستثمارات في مناطق جغرافية معينة، هنا يجب التركيز على تلك الشركات في مرحلة تحليل ظروف الشركة.

د- معدل الضرائب الشخصية على كل من الأرباح الرأسمالية التي تمثل الفرق بين سعري الشراء والبيع للورقة المالية، هذه الضرائب تلعب دورا هاما في تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية.

كما تستطيع الحكومة أيضا التأثير على أسعار الأوراق المالية عن طريق الإنفاق الحكومي، فإذا ما قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية التحتية، فان هذا قد يحمل في طياته انخفاضا في إيرادات و أرباح بعض الصناعات و إذا تغيرت أرباح المؤسسات فان السعر الذي يباع به السهم سيتغير. فيؤثر بدوره على نشاط التداول داخل بورصة الأوراق المالية²⁹¹.

²⁹⁰ - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر، سنة النشر؟، ص 46-47.

²⁹¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف- الإسكندرية، 1999. ص 164.

المطلب الثالث: أنواع المضاربين في سوق الأوراق المالية

وللإحاطة بمفهوم المضاربة فالأجدد فهو التعرف على القائم و الممارس لهذه العملية التجارية و هو المضارب.

1- تعريف المضارب : فالمضارب هو الشخص الذي يقوم بعملية المضاربة بغية الحصول على أرباح من وراء البيع و الشراء للأوراق المالية أو غيرها، و له دور مهم في كفاءة السوق المالية وتوازنها وكذلك في اضطراب النشاط الاقتصادي و المالي عموماً، و في ما يلي نورد عدة تعاريف للمضارب:²⁹²

* أنه كل شخص يتبنى العلاقة المناسبة بين العوائد و المخاطر و يبحث عن المنافع السريعة من خلال البيع و الشراء القائم على فروقات الأسعار للأصول و الأدوات المتاحة في الأسواق المالية و ذلك بالاعتماد على معلومات يحصل عليها من محللين مختصين و من أفراد يحتلون مراكز المسؤولية في بعض المؤسسات المرتبطة بالاستثمارات المعنية وكذلك عن طريق الاحتكاك المباشر بالأسواق، و من هنا فإن المضارب هو الباحث عن المنافع السريعة من خلال تعامله في الأسواق المالية بيعة و شراء.

* يعرف المضارب بأنه المتنبأ بمسار الأسعار صعوداً و هبوطاً للشراء و البيع من أجل الحصول على أرباح مؤكدة و غير مؤكدة.

* من الباحثين الاقتصاديين من يعرف المضاربين بأنهم وسطاء ماليون متخصصون همهم الوحيد هو تحقيق الربح من خلال متابعة دقيقة لتفاعل قوى السوق و تحركاتها.

2- أنواع المضاربة من حيث التوقعات

تتم المضاربة على حركة الأسعار من حيث الهبوط أو الارتفاع، و من هنا يمكن تقسيم المضاربة الخاصة ببورصة الأوراق المالية إلى قسمين هما:

☒ المضاربة على الصعود.

☒ المضاربة على التزول.

2-1- المضاربة على الصعود

وهي شراء المضارب للأوراق المالية بغية بيعها عندما ترتفع أسعارها، و من أجل بيعها بسعر أفضل عند التصفية، و هذا في حالة تحقق توقعاته، أما إذا لم ترتفع الأسعار كما يظن فإن المضارب سيحقق خسائر. و الربح هو الفارق بين سعري الشراء و البيع مطروحاً منه المصاريف و عمولة السمسرة،

2-2- المضاربة على التزول :

وهي عكس الطريقة الأولى حيث يلجأ المضارب في هذه الحالة إلى بيع أوراقه المالية لأجل (البيع على المكشوف) متوقعاً هبوط الأسعار ثم يعاود الشراء بعد ذلك مسروراً و منتفعاً بفرق الأسعار، أما إذا لم تهبط الأسعار فإن توقعه يكون خاطئ و عليه أن يتحمل خسارة.

²⁹² - محمد الأمين ولد عالي العلوي الشنقيطي ، مرجع سبق ذكره، ص 301.

ولتغطية خسائره يلجأ على عملية التغطية Hedging

3- أنواع المضاربين من حيث الممارسة و التجربة

3-1- المضارب المحترف: وهو الذي يقوم بالمضاربة معتمد على ما لديه من معلومات، وعلى إلمام واسع بمحددات ارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية الموضوعية منها و غير الموضوعية ويعتمد على جهاز مختص من الفنيين يحللون ظروف الإنتاج و أحوال التجارة وتقلبات أسعار الصرف و معدلات التضخم و الضرائب و يحيطون بالأجواء السياسية و مراكز اتخاذ القرارات الاقتصادية والسياسية. و إذا ما تمكن مضارب محترف من الإثراء عن طريق المضاربة يسمى بالمضارب الكبير. و تكون لمضارباته تأثير كبير على حركة الأسعار و حجم التداول، و إذ أن باقي المضاربين ينظرون إلى مضارباته كمؤشر على أحوال السوق²⁹³.

3-2- المضارب الهاوي: المضاربون الهواة أشخاص يزاولون مهنا أساسية أخرى و لكن تستدرجهم أرباح المضاربة فيلجئون إلى السوق لتوظيف بعض مدخراتهم قلت أم كثرت، و غالباً ما يضاربون على الصعود لأن للمضاربة على التزول أصولاً يصعب عليهم تفهمها. و يعطون أوامرهم للسماسة دون الاستناد إلى قواعد علمية مدروسة تعين محددات ارتفاع الأسعار أو انخفاضها، و يختفون من السوق بتسوية مراكزهم عندما يشعرون بتذبذب الأسعار و يقنعون بربح بسيط أو يكتفون ببعض الخسارة، و يسمى المضارب الهاوي ' غير مختص' و هو غير مرغوب فيه بالسوق²⁹⁴.

4- أنواع الممارسات القدرة للمضاربين: تتعدد الممارسات القدرة في البورصة و يمكن تبيان أبرز أنواعها بشيء من التفصيل فيما يلي²⁹⁵:

4-1- فتح حسابات متعددة للتداول: وهو أحد الطرق التي يلجأ إليها صانعوا السوق الخفي لتحقيق مكاسب كبيرة على حساب المستثمرين الصغار.

و يمكن هذا الأسلوب من التحكم في العرض داخل سوق المال، كما يؤدي إلى زيادة أو نقصان الطلب حسب رؤية صانع السوق، و يعد هذا الأسلوب من أساليب الاحتكار الذي يعمل ضد مصلحة المستثمر الصغير في البورصة.

و لكي تتضح الصورة بشكل أكبر، نضرب مثال على أحد صناع السوق لشركة من شركات الاتصالات، و يملك 80% من أسهم تلك الشركة، و سعر السهم عند بداية الإدراج بقوائم البورصة هو 10 دولارات، فتعال لنرى كيف تتم الممارسات الغير مشروعة على هذا السهم.

يبدأ صانع السوق بداية بطرح 20% من أسهم تلك الشركة التي يمتلكها في البورصة، فينخفض السعر إلى 8 دولار، فيدفع هذا بعض الأشخاص إلى بيع ما لديهم من أسهم، فيقوم صانع السوق بشراء الكمية التي

²⁹³ - احمد محي الدين احمد، مرجع سبق ذكره، ص 499.

²⁹⁴ - احمد محي الدين احمد، مرجع سبق ذكره، ص 498.

²⁹⁵ - بلعزوز بن علي، محمد الطيب محمد: مرجع سبق ذكره، ص 206-209.

طرحها من قبل في السوق عند السعر المنخفض، ومن ثم يزيد الطلب على السهم و ينقص المعروض فيرتفع سعر السهم إلى 15 دولار، فيقوم صانع السوق بطرح 25 % مما لديه من أسهم عند السعر المرتفع الجديد في البورصة، فينخفض السعر إلى 12 دولار، فيشتري مرة أخرى كمية أكبر من التي طرحها عند سعر 12 دولار، فيرتفع السعر إلى 18 دولار فيقوم بطرح 30 % من أسهمه عند السعر الجديد.

وهكذا يقوم صانع السوق الخفي بعمل موجات صعود و هبوط على السهم و يجني الكثير من الأرباح على حساب خسارة المستثمر الصغير الذي يتبع سياسة القطيع في البيع و الشراء دون النظر للتحليلات المالية أو الفنية لهذه الشركة.

إن البيع و الشراء على شكل قطع كبيرة (*Block Trades*) بعدد أسهم تزيد عن 10 آلاف سهم أو أكثر يتسبب في إخلال السعر و في هذه الحالة قد يقوم السمسار بإجراء اتفاقية مع الأخصائي للحصول على اكمية اللازمة بسعر معين و قد يوافق الأخصائي على تنفيذها من حسابه الخاص إن لم يجد من يرغب تداولها بذلك السعر. و عند تنفيذ هذا النوع من الأوامر يقوم الأخصائي بتسجيل العملية و بثها على أشرطة الأسعار، والتي تظهر عادة على أنها أسهم تم تمريرها عن طريق الأخصائي (*Crossed Shares*). و في السنوات الأخيرة أصبح من الممكن حتى للمستثمر الصغير أن يوجه أمره لصانع السوق أو الأخصائي مباشرة لإتمام العملية، و تعرف هذع الخاصية بطريقة السوق المباشر *Direct Market* فمن خلال موقع الوسيط على الأنترنت يستطيع الشخص أن يعرض أسهما أو يطلبها من صانع سوق معين يحدده بالرمز الخاص بصانع السوق²⁹⁶.

4-2- التلاعب في نقل المعلومات : حيث يوجد شريط للأسعار الخاص بالأسهم المدرجة في البورصة يعرض الكثير من القنوات الفضائية، والمواقع الإلكترونية. فيقوم بعض الأفراد بشكل غير معلن عندما تبدأ الجلسة بالاتفاق على محاولة تثبيت سعر رخيص للسهم بعيدا عن السعر الفعلي حتى إذا شاهد صغار المستثمرين محدودي المعلومات ينخدعون سواء فعليا بالجلسة أو عبر شاشات الفضائيات و الوسائل المختلفة، ومن ثم يبدؤون في البيع بأسعار منخفضة و خوفا من انخفاض قيمة السهم.

و نفس الشيء في نهاية الجلسة حيث يقوم صانعوا السوق الخفي بمحاولة تثبيت سعر رخيص لبدية الجلسة القادمة حتى يقع في شركهم صغار المستثمرين و محدودي المعلومات، حيث يشاهدون سعر الإغلاق على أغلب الفضائيات والمواقع فيقومون بالبيع لتخفيض السعر.

لذا ظهر تنظيم جديد في سوق نازداك بناء على توجيه من هيئة الأسواق والأسهم الأمريكية في عام 1997 يقضي بأن على صناع السوق إبراز أوامر السعر المحدد *Limit Order* التي تأتي عن طريق المستثمرين فيما إذا كانت هذه الأوامر أفضل من السعر الحالي للعرض و الطلب و يهدف هذا التنظيم إلى منع صناع السوق من استغلال ما لديهم من معلومات للتلاعب بالأسعار و بالتالي إضاعة الفرصة على المستثمر للحصول على أفضل

²⁹⁶ - فهد بن عبد الله الحويطي، مرجع سبق ذكره، ص 69.

الأسعار. و للإيضاح الطريقة التي يعمل بها التنظيم نفترض أن السعر الحالي للعرض 18 دولار و سعر الطلب 17.75 دولار²⁹⁷.

Bid = 17.75\$, size = 200

Offer = 18\$, size = 200

فإذ كنت تريد شراء 200 سهم ولا تود دفع سعر العرض فقد تحدد أمر الشراء بمبلغ 17.88 دولار، و طبيعي ألا يتم تنفيذ الطلب بهذا السعر لأن سعر العرض الحالي لا يزال 18 دولار. و لكن الاستفادة من نظام نازداك الجديد تأتي لكونه يجبر صناع السوق أن يغيروا من سعر الطلب الحالي من 17.75 دولار إلى 17.88 دولار، بمعنى أن فضل سعر لمن يريد البيع الآن هو 17.88 دولار. فيتم تغيير سعري العرض و الطلب بعد وصول الطلب الجديد على النحو التالي :

Bid = 17.88\$, size = 200

Offer = 18\$, size = 200

لاحظ أن سعر العرض لا يزال 18 دولار، و هذا يعني أنك لن تستطيع الشراء بأقل من ذلك السعر، و لكن الفائدة الحقيقية تظهر عندما يأتي أمر بيع بسعر السوق من قبل شخص آخر أو من قبل أحد صناع السوق، فإن السعر الذي يحصل عليه البائع هو 17.88 دولار (سعر الطلب) و بذلك يكون البائع قد حصل على أفضل سعر من سعر الطلب الأصلي (18.75 دولار) و يحصل المشتري على سعر أفضل من سعر العرض الأصلي (18 دولار). تعرف هذه العملية بعملية البيع و الشراء بين سعري العرض و الطلب، و هناك استثناء لهذا القانون في كونه لا ينطبق على الأوامر المشروطة ذات خاصية الكل أو لا شيء (All or None) و لا ينطبق حين تكون الكمية أقل من مائة سهم، بمعنى أن صانع السوق في مثل هذه الحالات غير ملزم بإظهار أمر الزبون حتى وإن كان أفضل من السعر الحالي.

و قبل صدور هذا التنظيم كان صناع السوق يقومون بإخفاء السعر الجديد عن الشاشات و بذلك لا يتم تنفيذ الأمر بهذا الشكل فالفائدة من هذا التنظيم هو تقليص الفارق بين سعري العرض و الطلب بشكل كبير بعد صدور هذا التنظيم.

3-4- تسريب معلومات خاطئة و شائعات

فالمعلومة في المجال الاقتصادي تترجم فوراً إلى قرار يجلب الربح إذا كانت صحيحة، و يضيع معها رأس المال إذا كانت خاطئة.

و صانعو السوق الخفي يعتبرون قواعد اللعبة هنا بسيطة ما دامت أجهزة الرقابة بعيدة و يد القانون قاصرة فيكفي فقط خبر مغلوط يتم تسريبه بطريقة أو بأخرى إلى الصحافة، فترتفع أسعار سهم معين إلى عنان السماء و بعدها يبيع المستفيد، كما قد يحدث تسريب شائعة أخرى تهوي بالسهم إلى سعر متدن فيشتري المستفيد.

²⁹⁷ - فهد بن عبد الله الخويمي، مرجع سبق ذكره، ص 74.

ومع انتشار الحاسب الآلي لدى المحترفين في الأسواق المالية ظهر ما يعرف بالتداول المبرمج (Program Trading) وهي طريقة يتم فيها برمجة الحاسب الآلي للبيع و الشراء في أوقات معينة حسب حالة السوق ووضع الشركات المعنية في هذا التداول. فقد يقوم بعض المحترفين بتلقين الحاسب الآلي لبيع ما لديه من أسهم في حالة هبوط مؤشر (Dow Joens Industrials Average) إلى حد معين أو عندما يهبط سعر سهم شركة معينة، أو نتيجة تغيرات معينة في أي من المؤشرات الأخرى. و عندما يقوم عدد كبير من المستثمرين المحترفين بانتهاج هذه الطريقة الإلكترونية يحدث هناك تسارع شديد في هبوط الأسهم الأمر الذي يسبب إرباكا لدى عامة المستثمرين والذين بدورهم يسارعون ببيع ما لديهم من أسهم خوفا من الوقوع في خسائر فادحة، و تكون النتيجة هبوطا كبيرا في الأسعار قد يؤدي إلى انهيار تام. ويعتقد بعض الخبراء أن كارثة سوق الأسهم في أكتوبر عام 1987 نتجت بشكل كبير بسبب التداول المبرمج²⁹⁸.

يقوم سوق نيويورك حاليا بالتدخل في التداول الإلكتروني عن طريق إيقاف التداول في حالة سقوط مؤشر (داو جونز) أو ارتفاعه لأكثر من 180 نقطة و يقوم بإيقاف التداول بالكامل لمدة ساعة في حالة سقوط مؤشر (داو جونز) بنسبة 10% أو أكثر، و يوقف التداول لمدة يوم كامل عند سقوط المؤشر بنسبة 30% أو أكثر.

المطلب الرابع: العولمة المالية واتساع ظاهرة المضاربة

العولمة المالية هي ذلك التشابك و الترابط الكامل للأنظمة النقدية والمالية لمختلف الدول، والذي بدأ يتجسد أكثر فأكثر مع تطبيق إجراءات التحرير المالي ورفع الحواجز في الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا ما بين 1979 و 1982 ثم في باقي الدول الصناعية الرئيسية الأخرى بعد ذلك، و تطبيق أسعار الصرف المرنة و تحويل الديون العمومية إلى أوراق مالية²⁹⁹.

و تعتبر العولمة المالية حديثة النشأة نسبيا حيث تعود البذور الأولى لهذه الظاهرة إلى الستينات و السبعينات من القرن الماضي ثم تلاحقت تطوراتها بسرعة في الثمانينات من القرن الماضي إلى أن أصبح في فترة التسعينات من نفس القرن يوصف العالم بأنه دولة واحدة يتأثر بأي قرار يصدر في أي جزء منه و هكذا اندمج النشاط المالي للدول النامية في الاقتصاد العالمي، و أصبحت حركة الأموال لا تعرف حدودا لها، حيث أصبح من الممكن بفضل توفر أسواق الرساميل العالمية وتوفر أنظمة التجارة الإلكترونية نقل مقادير هائلة من الأموال إلى أنحاء العالم الأخرى بسرعة كبيرة جدا.

ففي الأيام العادية ينقل عبر أسواق رأس المال العالمية 1.3 تريليون دولار في اليوم الواحد في حين أن مجموع قيمة الصادرات العالمية في السنة الواحدة تبلغ 3 تريليون دولار فقط. و بعبارة أخرى فإن مقدار ما ينقل عبر

²⁹⁸ - فهد بن عبد الله الحويماي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

²⁹⁹ - أسماء عرعور، نسرين بن راوي: الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى الدولي للأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430هـ الموافق لـ 20-21 أكتوبر 2009م، منشورات مجهر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأرو- مغاري، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع - عين ميلة- الجزائر، ص 164.

أسواق رأس المال في ما يزيد قليل عن يومين يعادل قيمة ما ينقل في اقتصاد العالم بمجمله في غضون سنة واحدة³⁰⁰.

و مهما يكن فقد أصبحت نتيجة العولمة المالية تتمثل في ثلاثة قواعد أساسية³⁰¹:

📌 وحدة الزمن: L'unité de temps

أي أن الأسواق المالية تعمل 24/24 ساعة، فعند إغلاق سوق يفتح سوق مالي آخر أبوابه للتعامل في مكان آخر من العالم، بحيث صار من الممكن إجراء الصفقات المالية في أي ساعة من الليل أو النهار خاصة بعدما صارت نفس الورقة المالية تدرج في عدة أسواق أي اعتماد الإدراج المتعدد La multi cotation.

📌 وحدة المنتجات: L'unité de produit

أي تماثل خصائص الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية العالمية و السبب في ذلك هو أن الحجم الأكبر من التداول ينصب على أصول مالية مبتكرة (خاصة المشتقات) و التي يتم تقليدها بسرعة كونها غير محمية ببراءة اختراع.

📌 وحدة المكان: L'unité de lieux

اتصال و ترابط كبير بين الأسواق نتيجة للتطور الذي عرفته (NTIC) و رفع الحواجز القانونية، توحيد القوانين وأساليب التعامل نحو الأنظمة الإلكترونية المستعملة في إدارة الأسواق، إضافة إلى توفير وسائل لتغطية مخاطر الصرف و إيجاد مؤسسات تتكفل بعمليات المقاصة والتسوية عبر العالم Cleaning and settlement.

إن تكريس عولمة الأسواق المالية زاد من حالة عدم الاستقرار وحدة وتيرة الأزمات المالية نتيجة تنامي المخاطر بفعل اتساع ظاهرة المضاربة أو ما يعرف بفقاعات المضاربة les bull spéculatives وتعرف هذه الظاهرة المالية بأنها تراكم الفرقان بين القيمة السوقية للأصل مالي وقيمه الأساسية La valeur fondamentale أي ابتعاد القيمة السوقية للأصل المالي عن قيمته الحقيقية، ويجب الإشارة هنا أن دورة حياة الفقاعة تشمل مرحلتين :

❖ **مرحلة الانتفاخ:** الذي قد يستغرق عدة سنوات ويتمثل في واقع الأمر في زيادة الطلب على أصل مالي معين نتيجة العائد المرتفع الذي يدره أو نتيجة التوقعات المتفائلة بشأن قيمته في المستقبل.

❖ **المرحلة الثانية:** هي مرحلة السقوط (Krach) أو انفجار الفقاعة الذي قد يكون مفاجئ نتيجة عدم ارتباط أو علاقة منطقية بين الدائرة الحقيقية (الإنتاج، الاستثمار، التشغيل) و بين الدائرة المالية (الأسواق المالية) نتيجة حدة المضاربات المالية.

³⁰⁰ - ضياء مجيد الموسوي : العولمة و اقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون- الجزائر، الطبعة الثانية، 2005، ص 35.

³⁰¹ - بن نعمون حمادوا : طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008 ، المنتدى الدولي للأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430هـ الموافق لـ 20-21 أكتوبر 2009م ، منشورات مجر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأرو- مغاري، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع - عين ميله- الجزائر ، ص 164.

و نشير هنا إلى أن ما يشجع على المضاربات و انتفاخ الفقاعات هو الاستعمال المكثف للمشتقات المالية، الأمر الذي من نتائجه تركز الأخطار في محفظة عدد من المضاربين الراغبين في تحمل المخاطر بحثا عن العائد الكبير ومن ثم إفلاسهم. بمجرد تعرضهم لخطر عدم الدفع *Risque de contrepartie* أو انهيار الأسعار و هكذا تنتقل العدوى المالية *La contagion financière* من مؤسسة مالية إلى أخرى.

و العدوى المالية في الأسواق المالية الحالية تتم من خلال قناة الأسعار، أي تغير أسعار الأصول المالية، و هذه العدوى تعرف كذلك بـ "*Effet Domino*" أو كرة الثلج "*L'Effet boule de neige*" بحيث تنتقل من متعامل أو مؤسسة مالية إلى أخرى إلى أن تصبح الأزمة نظامية "*Crise systémique*" تمس النظام المالي برمته، بل أكثر من ذلك فهي تنتقل من نظام مالي إلى آخر بفعل انفتاح الأسواق و عولمتها و تأخذ الأزمة في هذه الحالة بعدا عالميا.

و خطورة الأزمة تكمن في أنها تحمل خطرا كبيرا، غير قابل للتحويل أو التنويع³⁰²، لأن المؤسسات المالية لا تستطيع في هذه الظروف اعتماد إستراتيجية تنويع الاستثمارات أو استعمال المشتقات المالية (كإستراتيجية لتحويل المخاطر) لتقليل من الأخطار لأن خصائص الأزمة النظامية ظهور خطر السيولة أو أزمة السيولة و ما ينجر عنها من آثار سلبية على نشاط الأسواق المالية بشكل عام، و يتجلى ذلك في :

✘ تضائل عدد المتدخلين في السوق المالي، أي فقدانه للعمق نتيجة انعدام الثقة.

✘ فقدان الأصول المالية للسيولة نتيجة انهيار أسعارها لارتباطها بمخاطر عالية.

✘ فقدان الأصول المالية لخاصية الشفافية (عدم وضوح الرؤية) ومن ثم يصبح السعر لا يعبر عن

حقيقة الأصل المالي.

1- فوائد المضاربة : يعدد أنصار وجود المضاربة في الأسواق المالية عدة فوائد للمضاربة كما يلي³⁰³:

○ تؤدي المضاربة إلى توازن الأسعار.

○ تقوم المضاربة بتغذية السوق بالسيولة.

1-1- تؤدي المضاربة إلى توازن الأسعار:

و ذلك عبر تامين التوازن بين العرض والطلب، فالمضارب يشتري عندما تنخفض الأسعار لضعف الطلب وقلته وكثرة العرض، فيسعى بصورة غير مباشرة إلى زيادة الطلب وبالتالي رفع الأسعار.

ويبيع عندما ترتفع الأسعار فيزيد من عرض الأوراق المالية مما يؤدي إلى هبوط الأسعار، وهكذا ينشأ عن هذه العملية توازن يحول دون الضرر الذي قد ينتج من المبالغة في الصعود و الهبوط.

➤ الرد على هذا القول

³⁰² - بن نعمون حمادوا: مرجع سابق ص 114.

³⁰³ - احمد محي الدين احمد، مرجع سبق ذكره، ص 501.

هذا المفهوم للمضاربة خاطئ، لأنه يجعل أسعار الأوراق المالية تتحدد في ظل عوامل تعزلها تماما عن الأداء الفعلي للمشروع مصدر الورقة المالية، و يجعل من الطلب دلالة على عوامل غير جوهرية، بينما المفروض أن تتأكد أسعار الأوراق المالية بعوامل جوهرية مثل نسبة الأرباح أو حيوية مجال نشاط الشركة.... إلخ. وهذه العوامل بطبيعتها لا تتغير فجائيا بل تتميز بثبات نسبي مما يجعل أسعار الأوراق المالية تميل إلى الثبات لفترات طويلة و تخضع لتغيرات موسمية طفيفة عند توزيع الأرباح و إعلان ميزانية الشركة.

1-2- تقوم المضاربة بتغذية السوق بالسيولة

تعمل المضاربة على تغذية السوق بالسيولة حيث إن الإقبال على المشروعات الجديدة يكون في بادئ الأمر قليلا، فتقوم المضاربة بشراء الإصدار بكامله أو فائض السوق من الإصدار بانتظار ارتفاع الأسعار عند بدء نشاط هذه المشروعات أو حين اقتراب تحقيق الربح، وهكذا يتحقق توزيع رأس المال على مختلف الفعاليات الاقتصادية.

➤ الرد على هذا القول

إن وظيفة سوق الأوراق المالية الأساسية هي فعلا تجميع المدخرات و توظيفها في مشروعات حيوية كبيرة، و هذا التوظيف يجب أن يتصف بالاستمرار و طول الأجل حتى يمثل تمويلا حقيقيا للمشروع، لكن المضاربة لا تلعب هذا الدور و إنما تحبس السيولة داخل الأسواق المالية نفسها تحسبا لأي فرصة تسمح بزيادة الربح السريع، ولا تتيح لها فرصة تمويل المشروعات طويلة الأجل.

2- أضرار المضاربة

نتج عن عمليات المضاربة عدة أضرار على النشاط الاقتصادي يمكن إجمالها فيما يلي:

1-2- التأثير الضار على مستويات الأسعار

المفترض في أسعار الأوراق المالية أن تعبر و بحق عن المركز المالي الحقيقي للشركة المصدرة للورقة المالية، و عن الظروف الاقتصادية السائدة، و عن الطلب و العرض الطبيعيين، إلا أن عمليات المضاربة تخل بالتوازن الحقيقي للأسعار، و ذلك عبر الوسائل التالية.

➤ **الإشاعات الكاذبة:** و التي تستهدف رفع أو خفض الأسعار عن مستواها الطبيعي لتحقيق مصلحة خاصة اعتمادا على حساسية الأسواق اتجاه هذه الإشاعات. و يوجه المضاربون الأجهزة الإعلامية خاصة الصحف لتغذية الاتجاهات التي تخدم عملياتهم.

➤ **عمليات الإحراج:** و هي نوع من الاحتكار يتلخص في السعي لجمع وحبس الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق حين لا يجد المتعاملون في هذه الصكوك ما يوفون به التزاماتهم التي حان أجلها، الأمر الذي يجعلهم تحت ضغط هؤلاء المتحكمين ويجعلهم يخضعون للأسعار التي يقررونها.

و ذلك ما حدث عام 1901 عندما تنازعت شركتي "موجان" و "هاريمان" على حيازة أسهم شركة "نورثان باسفيك" فقفز سعر السهم من 70 إلى 1000 دولار و نجح مورجان في حيازة أغلب الأسهم، و أفلس كل من عليه الوفاء بأسهم هذه الشركة.

◀ **الأوامر المتقابلة :** هذه العملية تنحصر في القيام بعمليات شراء يقابلها عمليات بيع متعادلة بقصد إيجاد حركة مصطنعة، فإن كان القصد رفع السعر زادت عمليات الشراء، أما إذا كان القصد خفض الأسعار فتزداد عمليات البيع، و نجاح هذه العملية يتوقف على مهارة المضاربين في إخفاء أغراضهم و حجم الأسهم التي تحت تصرفهم.

2-2- زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي :

و من أكثر مهددات استقرار النشاط الاقتصادي انهيار المشروعات و المؤسسات التي يعتمد عليها في تنفيذ بعض مراحل خطة التنمية الاقتصادية، و ذلك لأي سبب كان. وتلعب المضاربة في أسواق الأوراق المالية دورا مؤثرا و رائدا في زعزعة استقرار النشاط الاقتصادي و ذلك لأن التقدير الناجم عن النفسية الجماعية يتعرض لتحولات شديدة و مفاجئة نتيجة استقراءات تحدثها في الرأي العام، عوامل يكون تأثيرها الحقيقي على مردود المشروعات طفيفا أو منعدما. و لأن مثل هذه الاستقراءات التقديرية التي أحدثت هذه التبدلات لا تملك جذورا عميقة تسمح لها بالثبات فسرعان ما يثور الشك حول استمرارية الوضع الجديد فتحدث تبدلات أخرى في اتجاه مضاد³⁰⁴. والنتيجة التي لا مفر منها لتقرير محترفي المضاربة بنجاح المشروع أو فشله هي تغير وجهات نظر كل مستثمر في الاتجاه نفسه، و نتيجة لذلك لم يسلم النشاط الاقتصادي من موجات متناوبة من التفاؤل الرائد و التشاؤم الزائد. ولأن هذه الموجات المتزايدة من التفاؤل و التشاؤم نتجت من حيل و أكاذيب و ترويج إشاعات، فإنها تمزق السوق بعنف فيصبح تحديد المشروعات المثمرة أمرا شديدا الصعوبة مما يؤدي إلى انصراف الاستثمارات عن المشروعات كان منتظرا أن تخدم خطة التنمية الاقتصادية الإيجابية.

2-3- دوران رأس المال بعيدا عن دورة الإنتاج

من أنواع التأثير الضار للمضاربة على النشاط الاقتصادي أنها تصرف جزءا من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الإنتاجية الحقيقية التي يطلبها المجتمع من زراعة و صناعة و خدمات إلخ. و تجعلهم في انتظار الفرص، فإن صحت توقعاتهم و ربحوا من وراء ذلك ازدادوا تعلقا بالمضاربة، مما يجعل رؤوس الأموال تتجه بعيدا عن دورة النشاط الاقتصادي، أما إذا خسروا نتيجة مضارباتهم سيستفيد من خسارتهم عادة أفراد

³⁰⁴ - احمد محي الدين احمد، مرجع سبق ذكره، ص 515.

ووسطاء و مؤسسات و مصارف ذات ارتباط مباشر أو غير مباشر بدوائر أجنبية رأسمالية، و ذلك لتمرسهم و خبرتهم و تكون البلاد قد حرمت من مساهمة هذه الأموال في النشاط الاقتصادي.

والفكرة الأساسية في هذا الصدد أن الفرص التي تتاح في عمليات المضاربة تتطلب أموال جاهزة لاغتنامها، لذلك من يمارس هذا النشاط فإنه في كثير من الأحيان لا يستخدم هذه الأموال ولا يسمح للآخرين باستخدامها في دورة الإنتاج.

2-4- الآثار التضخمية للمضاربة :

تجر المضاربة معها آثارا تضخمية يصعب التخلص منها إلا بإجراءات قاسية و تنتج هذه الآثار عن طريق تمويل المصارف التجارية لهذه المضاربات فتتوسع في منح الائتمان مما يشكل ضغوطا تضخمية على الاقتصاد المحلي، وهذا ما حدث في أمريكا عام 1848 عند اشتداد موجات المضاربة التي مولتها المصارف بسخاء لدرجة أن السمسار كان يكفيه أن يودع 1500 دولار نقدا ليسحب ما بين 100-300 ألف دولار³⁰⁵.

2-5- الآثار السلبية على توزيع الثروة

ومن الآثار الضارة التي يمكن نسبتها إلى المضاربة أنها تؤثر سلبيا على نمط توزيع الثروة بين الأفراد، وذلك لأن رواج المضاربة يؤدي إلى تداول أموال ضخمة بين المتعاملين و يستطيع كبار المضاربين تدوير هذه الأموال مما يؤدي إلى إفلاس الآخرين و هم القاعدة الأكثر اتساعا.

ومما جرى عليه العرف القضائي السويسري أن العقد يكون قمارا إذا اتفق المتعاقدان على عدم التسليم الفعلي، ويفترض وجود هذا الاتفاق إذا كان التفاوت فاحشا بين المبلغ الذي عقدت به الصفقة و بين ثروة العميل³⁰⁶.

و في عام 1885 م اعتبرت المحكمة العليا في ولاية إنديانا، المضاربة على السلع قمارا غير قانوني إذ عقدت النية في وقت توقيع العقد على عدم تداول السلعة موضع العقد³⁰⁷.

3- التكييف الفقهي للمضاربة في بورصة الأوراق المالية

إن التجارة في بورصة الأسهم والسندات أو المضاربة بوضع المال عند شركة تضارب في البورصة محرم شرعا أن الشيء المعقود عليه و هو السهم و السند محرم لإحتوائه على الربا و لو بنسبة قليلة و من ينضر في واقع السندات يجد أن الربا فيها يتشابه تماما مع ربا الجاهلية الذي نزل القرآن بتحريمه ، كما أننا إذا دققنا في واقع الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة نجد أن 98 % على أقل تقدير من الشركات يدخل في رأس مالها ربا بالمعاملات التالية³⁰⁸:

³⁰⁵ - احمد محي الدين أحمد، مرجع سبق ذكرهن ص 519.

³⁰⁶ - احمد محي الدين أحمد، مرجع سبق ذكرهن ص 521.

³⁰⁷ - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، مرجع سبق ذكره ، ص 200.

³⁰⁸ - فتحي سليم زياد غزلان، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية ، عمان - شارع السلط، 2008، ص 19.

- إما أن تقترض من البنوك أو إحدى المؤسسات بفوائد ربوية.
 - إصدار سندات ذات فائدة ربوية.
 - امتلاك الشركات لأسهم شركات رأس مالها يحتوي على الربا.
 - يجبر القانون التجاري شركات المساهمة أن تضع 10 % من أرباحها في حساب لدى أحد البنوك في حساب عليه فائدة ربوية.
 - الاستثمار في صناديق استثمارية حيث تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في شركات يحتوي رأسمالها على الربا و بناء على ذلك فإن السهم الذي هو جزء من رأس المال يدخل فيه الربا بإحدى العمليات المذكورة آنفا.
- لذلك فإن المضاربة بالأسهم في البورصة بكافة عملياتها سواء كانت فورية أم آجلة هي محرمة لاحتواء رأس مال الشركة على نسبة من الربا مهما كانت قليلة، و الأدلة في تحريم الربا كثيرة و مشهورة يقول الله تعالى : " يأيها الذين آمنوا اتقوا الله و ذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين * فإن لم تفعلوا فأذنوا بحرب من الله و رسوله " ويقول الرسول صلى الله عليه و سلم " درهم من ربا يأكله الرجل و هو يعلم أشد من ست و ثلاثين زنية " حديث صحيح.
- وأخرج البخاري عن رسول الله صلى الله عليه و سلم أنه قال " لعن الله آكل الربا و موكله و كاتبه و شاهديه و قال هم سواء " ، و من يقول أن هناك شركات مساهمة تتداول أسهمها في البورصة لا يحتوي رأسمالها نهائيا على الربا فعليه أن يحضر كشفا من الشركة لجميع نشاطاتها منذ بدايتها و يتأكد من أن رأسمالها لا يحتوي على أي نسبة من الربا مهما كانت قليلة. و المطلوب أن يكون رأس مال الشركة نقيا بنسبة 100 % من الربا وهذا نادر جدا إن لم يكن معدوما في الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة. و هذه النقطة تكفي لحرمة التعامل بالأسهم.

خلاصة الفصل الثاني

لقد تطورت الأدوات المتداولة في البورصات من أسهم و سندات إلى أسهم ممتازة و ذات التوزيعات المتغيرة و الغير تجميعية، و سندات مضمونة و قابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات صفرية و غيرها من الأنواع الأخرى من الأوراق المالية و هذا التنوع في تزايد مستمر لذا ذكرنا المنتجات المالية على سبيل المثال و ليس الحصر لأن هذه الأدوات فتحت المجال أمام المهندسين الماليين للابتكار و التجديد و هذا ما ظهر جليا في عقود الخيارات التي أصبحت كالشجرة تتفرع من حين إلى آخر و تطورت حتى شملت خيارات أسعار الفائدة و الخيارات المضاعفة الكمية و الخيارات المزوجة و التي تختلف من حيث سعر التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق، إضافة إلى المبادلات التي صارت تشمل المبادلات السلعية و العملات و أسعار الفائدة و الأسهم و لم تتوقف عند هذا الحد بل ظهر ما يسمى بعقود السقف و عقود القاع و الطوق و التي تتداول في الأسواق الغير رسمية لأنها غير نمطية و تختلف شروطها و خصائصها حسب إتفاق الطرفين، في حين أن الخيارات على الأسهم لديها سوق خاص بما كسوق شيكاغو 'CBOE' و سوق باريس 'MONEP' و مما زاد في نشاط هذه الأسواق هي التحركات الدولية لرؤوس الأموال و ربما عدم استقرارها بسبب تعلق المستثمرين بالعوامل النفسية و الطمع في تحقيق أرباح كبيرة خلال فترة قصيرة مما جعل سلوك القطيع ينتشر و يبعد أصحابه عن التحليل الأساسي و فرض كفاءة الأسواق فصار التطور التاريخي للمؤشرات هو العامل الغالب على تغير قراراتهم و صاحب ذلك زيادة البيع على المكشوف أو التداول بالهامش اعتمادا على الاتجاهات الصعودية و التزولية للسوق و ليس على المركز المالي الصلب للشركة أو الإدارة الكفؤة أو الأرباح التشغيلية المستمرة و هذا ما يؤدي إلى زعزعة النشاط الاقتصادي و تجعل رأس المال بعيدا عن دورة الإنتاج و ربما تسبب آثار تضخمية يصعب التخلص منها.

الفصل الثالث :

المخاطر الناجمة عن عمليات الإصدار و التداول

المبحث الأول : أسواق الأوراق المالية و الأزمات المالية العالمية

المبحث الثاني : مخاطر سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث : المحافظ الاستثمارية و إدارة الخطر

مقدمة الفصل الثالث

بعد معرفة أنواع الأوراق المالية والمشتقات الناتجة عنها وطرق الإصدار والتداول نتطرق في هذا الفصل للمخاطر الناجمة عن الاستثمار والمضاربة في الأوراق المالية وكيفية تغطيتها وتجنبها خاصة مع بروز مفهوم العولمة المالية وزيادة تدفقات رؤوس الأموال الدولية و ما سببته من أزمات مالية و نقدية افقد الأسواق استقرارها وكفاءتها وأكبر مثال على ذلك الأزمة المالية العالمية الأخيرة لسنة 2008 و يرجع ذلك إلى تعدد و تنوع المشتقات المالية و البيع على المكشوف و استعمال أسلوب الهامش و الإفراط في القروض وهذا ساهم في تعدد وتنوع مصادر المخاطر وصعوبة تحديدها في وقت قصير من أجل معالجتها و إيجاد الحلول المناسبة لها، و في بعض الحالات لا يمكن تفاديها أو التقليل منها ورغم ذلك حاول الدارسين في هذا المجال تقديم بعض النماذج التي تدير المخاطر انطلاقا من دراسة العلاقة بين العائد والخطر والعوامل التي تحكم السيولة والأمان إلى اختيار الأصول الأقل خطرا و الأكثر عائدا بتنويع الاستثمارات إلى دراسة السوق و علاقته بعائد محفظة أو ورقة مالية وفي الأخير حاول أصحاب الإدارة المالية إعطاء تقييم لكل نوع من هذه النماذج التي يتم تفصيلها من خلال هذا الفصل.

المبحث الأول : تطور الأسواق العربية و الأزمة المالية العالمية

إن المخاطر التي تحدث في الأسواق المالية والبورصة بصفة خاصة تمس مؤشراتهما و تؤثر على درجة تطورها لذا كان علينا لزاما قبل التطرق للتغيرات الحالية في سوق الأوراق المالية لا بد من معرفة بعض المعايير التي يتفق عليها الاقتصاديون لتقدير درجة تقدم و نضج سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: مؤشرات قياس درجة تطور أسواق الأوراق المالية

1- حجم السوق: و يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين³⁰⁹ :

1-1- المؤشر الأول: معدل رسملة السوق:

هو عبارة عن القيمة السوقية للسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي و يفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

1-2- المؤشر الثاني: عدد الشركات المقيدة في البورصة

فزيادة عدد الشركات المقيدة في البورصة له دلالة هامة على التطور السريع للسوق المالية ودورها في توسيع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.

2- سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء و بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية

بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، و هناك مؤشرين لقياس درجة السيولة³¹⁰.

1-2- المؤشر الأول: حجم التداول

تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، و هي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة فيه و حجم النشاط، وتكمل هذه النسبة نسبة رأسمال السوق، فقد تكون هذه الأخيرة مرتفعة في حين أن حركة التعاملات ضعيفة.

2-2- المؤشر الثاني: معدل الدوران

تمثل هذه النسبة القيمة الإجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على رسملة السوق، و يستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، و يكمل معدل الدوران نسبة رسملة السوق، فقد يكون سوق الأوراق المالية صغيرا و نشيطا.

3- درجة التركز و عدم الاستقرار:

يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها³¹¹.

³⁰⁹ - أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دار الثقافة للنشر/ الاسكندرية 2005 ، ص 65.

³¹⁰ - أميرة حسب الله، المرجع السابق ، ص 66.

3-1- المؤشر الأول: تركز السوق

تقاس هذه النسبة من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق و يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، و تعد درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

3-2- المؤشر الثاني: عدم الاستقرار

تقاس هذه النسبة بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهر.

ودلالة هذه النسبة تشير إلى درجة التقلب في العوائد في سوق الأوراق المالية، بمعنى آخر تشير إلى درجة عدم الاستقرار في السوق، وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشر تطور وتنمية السوق.

4- مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية

يمكن للعوامل المؤسسية و التنظيمية أن تؤثر على سير أسواق الأوراق المالية فقواعد الإفصاح الإجمالي توفر معلومات عن الشركات و الوسطاء الماليين، و من شان ذلك أن يعزز من مشاركة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

و رغم صعوبة قياس التنمية المؤسسية و التنظيمية التي تتسم بطابعها الكيفي إلا أن هذا لا يمنع من وجود محاولات جادة لقياسها و أبرز تلك المحاولات ما قام به كل من Demircuc-Kunt & Levine حيث قاما بتجميع معلومات عن مؤسسة التمويل الدولية (IFC) تتعلق بأسواق الأوراق المالية في بعض الدول و بنيا على أساسها سبعة مؤشرات مؤسسية و تنظيمية بيانا كالتالي³¹².

4-1- يوضح المؤشر الأول ما إذا كانت الشركة المدرجة في البورصة تنشر المعلومات المتعلقة بالأسعار و الأرباح و تعطي قيمة صفر أو واحد حيث تشير القيمة واحد إلى أن المعلومات دقيقة و شاملة و تنشر على المستوى الدولي.

4-2- يقيس المستوى الثاني مستوى المعايير المحاسبية المطبقة حيث تخصص قيمة صفر ، 1 و 2 للدول التي تتبنى معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو حسنة على التوالي.

4-3- يقيس المؤشر الثالث نوعية و جودة قوانين حماية المستثمرين وفقا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية حيث تعطي قيمة صفر، 1 أو 2 للإشارة إلى أن قوانين حماية المستثمرين المطبقة ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.

4-4- و يشير المؤشر الرابع إلى وجود لجنة للبورصة و الأوراق المالية و نظم المقاصة و تسوية العمليات.

³¹¹ - رشيد بوكساني : محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، Revue des Reforme Economique et

Intégration Economique Mondiale N°04/2008.Ecole Supérieure de Alger. P13.

³¹² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر/ القاهرة، 2005، ص 98.

4-5- و تقيس المؤشرات 5،6،7 القيود على إعادة تحويل التوزيعات و الأرباح وكذلك أصل رأس المال من طرف المستثمرين للخارج (مؤشر 5 و 6) و إمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية (المؤشر 7) حيث تعطي قيمة صفر أو 1 أو 2 للإشارة على أن تدفقات رأس المال للخارج أو الداخل مقيدة بشكل نسبي أو محرر بالكامل على التوالي. و يتم حساب المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية و التنظيمية بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة، فإذا كانت $S_1, S_2, S_3, \dots, S_n$ هي مؤشرات التنمية المؤسسية و التنظيمية

$$S = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} S_i}{N}$$

السالف ذكرها، فإن المؤشر المتوسط للتنمية المؤسسية و التنظيمية (S) يحسب كالتالي:

و تختلف الدول فيما بينها في مدى توافر عناصر التنمية المؤسسية و التنظيمية، إذ أنه خلال الفترة 1993-1986 سمحت الأردن بحرية تدفق رؤوس الأموال الدولية و لكن لم توفر معلومات دقيقة منشورة عن أسعار الأسهم و أرباح الشركات كما اتبعت معايير محاسبية فقيرة. في حين تميزت الهند خلال نفس الفترة بوجود معايير محاسبية جيدة على المستوى الدولي، بيد أنها قيدت من حرية التدفقات الداخلة لرأس المال و حرية تحويل رأس المال و الأرباح للخارج³¹³.

6- مؤشرات اندماج السوق و تسعير الأصول:

يمكن اتخاذ درجة الارتباط بين عوائد الأصول المالية في السوق الوطنية للأوراق المالية مع العوائد في الأسواق الدولية للدلالة على درجة اندماج تلك الأسواق في الأسواق العالمية³¹⁴.

الجدول رقم (9) : مؤشرات صندوق النقد العربي لأسعار الأسهم

و نسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)³¹⁵

السوق	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
أبو ظبي	13.43-	5.25-	1.68	5.0	8.2-	4.41-	8.55	10.225	62.46	1.32-	0.4-	0.65
الأردن	13.83-	11.91	8.70	1.1-	10.0-	6.25-	1.84-	6.313	2.16	0.59	6.2	20.85-
البحرين	1.26-	5.02-	0.57	11.1-	7.3-	1.74-	2.477	2.261	23.27	1.10	20.1	5.89
السعودية	2.16	0.46-	21.20-	2.6-	3.3	0.62-	17.044	5.925	28.11	3.57	12.8	25.93-
الكويت	11.69-	3.55	14.36	15.1-	1.3-	8.90-	6.799	11.579	13.37	1.81-	31.7	15.97-
المغرب	37.81	33.78	19.09	8.6-	7.1	2.83-	1.592-	3.206-	5.05	5.79	17.1	3.81-
الجزائر	1.01-	1.85	4.69	6.2-	6.0	18.25	0.829-	0.683-	1.48	6.14-	1.5-	13.48-
تونس	17.14	15.73	1.88	8.3	8.4	13.85-	0.852	0.249	6.87-	2.90	0.4-	3.35-
دي	26.61-	10.62-	2.57-	4.7-	15.1-	2.13-	21.932	13.977	114.97	3.71-	1.8	10.47-
السودان	22.51-	9.47-	2.01-	4.1-	4.2	0.32-	6.275	0.396-	1.14-	0.69-	70.3	2.97-
فلسطين	9.30	6.91-	22.54	15.09	5.8	2.51	3.332	1.670-	20.97	3.18-	10.0	3.65
عمان	17.51-	4.06-	10.35	13.9-	5.4-	7.71-	2.114	2.730	13.61	0.70-	42.4	2.05-
قطر	20.97	16.29	0.58-	30.4-	4.1-	5.44-	3.165	3.832	23.26	0.06-	19.0-	7.49
لبنان	4.03-	5.90	4.68	13.5-	3.5-	4.35-	3.881	1.599	0.28	3.14	5.9	1.51
مصر	5.03-	2.91	10.77	15.8-	2.3-	28.41-	28.482	9.233-	47.05	1.53	0.02	21.55-
المؤشر المركب	5.89	0.77-	5.56-	9.8-	2.6-	5.06-	8.161	4.066	72.72	14.10-	22.8	27.73-
نيكاي	11.04	0.77-	18.18-	8.5-	11.0-	4.83-	19.257	19.266	18.54	10.01	12.8	12.75-

313 - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 99.

314 - للمزيد من التفصيل عن نماذج اندماج الأسواق إرجع إلى عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 104.

315 - نسب التغير تقارن بين الفصل الأخير من السنة ن و الفصل الأول من السنة ن+1 ، باستثناء سنة 2010 فالتغير كان بين الفصل الأخير و السداسي الأول من السنة ن+1.

12.88-	16.8	17.81	18.22	2.481	8.355	4.85	12.5-	12.8-	16.16-	1.67	10.72	كاك 40
0.39-	14.7	0.44	18.38	10.027	11.997	5.42	7.6-	11.7-	9.92-	0.18	3.73	ستاندرد و بورز
8.83-	18.6	3.15	3.18	8.714	3.520	0.15	9.2	12.1-	11.69-	1.40	6.15	فوتسي

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae/ar/jointrep

تاريخ الإطلاع 2017/03/31

ما يلاحظ على الجدول السابق أن المؤشرات العالمية تتوافق مع ارتفاع وانخفاض المؤشر المركب لصندوق النقد العربي باستثناء سنة 2015 أين ظهرت آثار انخفاض أسعار البترول على مؤشرات البورصات العربية حيث كانت مؤشرات الدول البترولية تتجه نحو الانخفاض في حين أن المؤشرات العالمية توجهت نحو الارتفاع، لكن سنة 2015 تعتبر سنة انتقالية حيث نلاحظ عودة الترابط بين الأسواق العالمية و العربية في سنة 2016 و 2017.

المطلب الثاني: أسباب و نتائج الأزمة المالية العالمية.

لقد توقع الكثير من الاقتصاديين هذه الأزمة قبل حدوثها و حذروا من نتائجها الوخيمة، و لكن لم يسمع لهم أحد، لأن الطفرة العقارية، أعمت عيون الكثير من رؤية الحقائق.

إن ارتفاع أسعار العقار جعلت الناس و البنوك تتسارع في الإقراض و الاقتراض لتحقيق أرباح سهلة و سريعة في المجال العقاري فقد كانت أسعار العقارات تتزايد بمعدل 20% - 30% سنويا خلال 2006/2004.

1- نشأة الأزمة المالية العالمية:

كان موضوع الرهن العقاري هو السبب الرئيسي لأزمة النظام المالي العالمي الراهنة، و ظهرت أزمة الرهن العقاري بشكل مفاجئ نتيجة تمهات البنوك الأمريكية على منح قروض عالية المخاطر، و بدأت الأزمة تكبر كالفقاعة لتهدد قطاع العقارات في الولايات المتحدة ثم البنوك و الأسواق المالية العالمية و تشكل تهديدا للاقتصاد العالمي.

الجدول رقم (10): المراحل الكبرى في الأزمة المالية العالمية	
2007	الولايات المتحدة تشهد ارتفاعا كبيرا في عدم قدرة المقترضين على دفع مستحقات قروض الرهن العقاري، مما أدى إلى أولى عمليات إفلاس مؤسسات مصرفية متخصصة.
2008/09/07	وضعت وزارة الخزانة الأمريكية المجموعتين العملاقتين في مجال التسليف العقاري : 'فاني ماي' (Fannie Mae) و 'فريدي ماك' (Freddie Mac) Federal Home Loan Mortgage Corporation المتخصصة بتوفير السيولة للهيئات الممولة للمساكن تحت الوصايا الحكومية.
2008/09/15	أعلن عن إفلاس بنك 'ليمان براذرز' Lehman Brothers رابع أكبر بنك في العالم، و أن 'بنك أوف أمريكا' Bank of America قد اشترى بنك 'ميريل لينش' Merrill lynch عملاق السمسرة بمساعدة السلطات الأمريكية الحكومية.
2008/09/16	تأميم شركة التأمين العملاقة 'المجموعة الدولية الأمريكية' American International group (AIG) التي تحتل المرتبة الأولى عالميا في مجال التأمين.
2008/09/18	السلطات الأمريكية تعلن إعدادها لخطة بقيمة 700 مليار دولار لإنقاذ البنوك.
2008/10/01	مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.

المصدر: عبد الحليم غربي، مجلة العلم و الإيمان، ص25، العدد 27.

* تتمثل صيغة الرهن العقاري في أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك العقار، و مشتر و ممول (بنك أو شركة تمويل عقاري) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين، و يدفع المشتري جزءا من الثمن

(10 %) مثلا و يقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة واعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار للممول، و يسدد القرض على أقساط طويلة الأجل ما بين 15-30 سنة بفائدة تبدأ عادة بسيطة في العامين الأولين ثم تتزايد بعد ذلك و يسجل العقار باسم المشتري و يصبح مالكه له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن و كان ذلك خلال الفترة 2001-2006.

و نبرز فيما يلي كيف حدثت أزمة الرهن العقاري ثم تطورت لأزمة كبرى، حيث انتقلت عدوى تلك الأزمة إلى دول العالم الأخرى باعتبار ما يمثله الحجم الكبير للاقتصاد الأمريكي.

بدأت الأزمة مع انتعاش ورواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006 مما شجع البنك و شركات الإقراض على اللجوء إلى التمويل العقاري مرتفع المخاطر، حيث تم منح قروض لشراء المنازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك، قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين و طرحتها في أسواق المال و البورصات للتداول أي أعادت إقراض ما حصلته في تمويل عقاري جديد مرات متتالية.

بعدها تشبعت السوق العقارية و ضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل، و في ظل ارتفاع سعر الفائدة وعدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها و الحصول على قروض جديدة، توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية و فوائدها و هنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض واتجه حملتها إلى بيعها بخسارة؛ ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007 و ذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع، و زيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، و بروز ظاهرة استيلاء المقترضين على العقارات و كثرة المنازعات بين المقترضين و البنوك.

عجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال و تمويل المؤسسات و الأفراد فأعلنت إفلاسها، و في المقابل انخفضت أسهمها و أسهم شركات الاستثمار العقاري؛ فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية و هدد بحدوث كساد اقتصادي.

"أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا و آسيا بالسوق المالية الأمريكية على انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة إلى القارة الآسيوية و الأوروبية، لتتطور إلى أزمة أكبر باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية³¹⁶.

2- مفهوم الأزمات المالية:

لقد عرف العالم عدة أزمات ابتداء من أزمة الكساد العالمي 1929 إلى أزمة السبعينات من هذا القرن و صولا إلى أزمة 1987 ، كما أن العقد الأخير من هذا القرن لم يسلم هو الآخر من الأزمات، فضربت الأزمة المكسيك و جنوب شرق آسيا... إلخ.

³¹⁶ - عبد الحليم غربي، رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية، مجلة العلم و الإيمان العدد 27/نوفمبر 2008م/ذي القعدة 1429هـ/ ص 25.

والأزمة هي عبارة عن تزايد و تراكم مستمر لأحداث و أمور غير متوقعة على مستوى جزء من النظام كله، بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا ونفسا وسلوكيا³¹⁷.

يقصد بالأزمة بأنها ظاهرة تعرف بنتائجها ومن مظاهرها انهيار البورصة و حدوث مضاربات نقدية كبيرة و متقاربة و بطالة دائمة.

وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.

فالأزمة المالية هي " انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات أو مجموعة من المؤسسات المالية لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد و يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار الفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانا هي بيع و شراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية".
وقد عرف الدكتور علي كنعان الأزمة بأنها: انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية من أسهم و سندات ينجم عن عدم التفاعل و الانسجام بين السياستين المالية و النقدية و سياسات الاستثمار يؤدي إلى فوضى اقتصادية وإفلاس العديد من المصارف و شركات التأمين والوساطة وإلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي³¹⁸.

و تبرز خصائص الأزمة المالية في النقاط التالية:

- ✓ حدوثها بشكل عنيف و مفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع.
- ✓ التعقيد، و التشابك و التداخل في عواملها و أسبابها.
- ✓ نقص المعلومات الكافية عنها.
- ✓ تصاعدها المتواصل يؤدي إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة.
- ✓ سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة و تداعياتها.
- ✓ إن مواجهة الأزمة يستوجب درجة عالية من التحكم في الطاقات و الإمكانيات و حسن توظيفها في إطار تنظيمي يتسم بدرجة عالية من الاتصالات الفعالة التي تؤمن التنسيق و الفهم الموحد بين الأطراف ذات العلاقة.

ويمكن تعريفها بأنها تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة ما أو مجموعة من الدول و التي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، و الذي ينعكس سلبا في تدهور كبير في قيمة العملة و أسعار

³¹⁷ - السيد علوية: إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة ص 13.

³¹⁸ - عيسى بن ناصر ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، بحوث و أوراق عمل المنقح الدولي المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430 هـ الموافق 20-21 أكتوبر 2009م ، بعنوان : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، منشورات محبر الشراكة و الإستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي 2009 جامعة فرحات عباس سطيف، ص 324.

الأسهم مما ينجم عنه آثار سلبية في قطاع الإنتاج و العمالة، وما ينجم عنها من إعادة التوزيع للدخول والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية³¹⁹.

لذا فهي تعبر عن تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك حجم الودائع المصرفية و معدل الصرف. إن ما يميز الأزمات المالية أهما تحدث بصفة مفاجئة و غير متوقعة نظراً للثقة المفرطة في الأنظمة المالية، سببها الرئيسي التدفق الضخم لرؤوس الأموال إلى القطر و يرافقها توسع مفرط و سريع في الائتمان، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة اتجاه العملات القيادية، فيرتفع سعر الصرف الحقيقي، ما يؤدي إلى حدوث موجة من التدفقات إلى الخارج.

2-1- أنواع الأزمات المالية

على اختلاف و تعدد أنواع الأزمات المالية و الاقتصادية يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع كما يلي³²⁰:

- **أزمة مصرفية:** تظهر الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة و مفاجئة في طلب سحب الودائع و بالتالي تحدث أزمة سيولة لدى البنك و إذا امتدت إلى بنوك أخرى تحدث في تلك الحالة أزمة مصرفية Systematic Banking Crisis و عندما تتوفر الودائع لدى البنوك و ترفض منح القروض خوفاً من عدم قدرتها على الوفاء بطلبات السحب تحدث أزمة إقراض أو ما يسمى بـ أزمة ائتمان Credit Crunch.
- **أزمة عملة "أزمة ميزان المدفوعات"** تحدث الأزمة عندما تتعرض عملة بلد ما لهجوم مضاري شديد يؤدي إلى انخفاض قيمتها انخفاضاً كبيراً، و هو ما يفرض على السلطات النقدية خفض قيمتها و بالتالي تحدث أزمة انهيار سعر صرف العملة مثل أزمة الميكسيك سنة 1994.
- **أزمة أسواق المال حالة الفقاعات:** تحدث الأزمات نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة الفقاعة *bubble* و التي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة نتيجة شدة المضاربة و يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره و ليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار و تصل إلى أدنى مستوياتها، و يرافق ذلك حالات من الذعر و الخوف في مد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى و سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى.

و أصبح من الممكن بفضل توفر أسواق الرساميل العالمية و أنظمة التجارة الإلكترونية نقل مقادير هائلة من الأموال إلى أنحاء العالم الأخرى بسرعة كبيرة جداً، ففي الأيام الاعتيادية ينتقل عبر أسواق رأس المال العالمية 1.3 ترليون دولار في اليوم الواحد، في حين أن مجموعة قيمة الصادرات العالمية في السنة الواحدة يبلغ ثلاثة

³¹⁹ - عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر و التوزيع، عمان، 1999، ص 200.

³²⁰ - يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، جامعة القدس المفتوحة/فلسطين، ص 506.

ترليونات دولار فقط، و بعبارة أخرى إن مقدار ما يزيد قليلا عن يومين يعادل قيمة ما ينقل في اقتصاد العالم بمجمله في غضون سنة واحدة.

إن الأسواق العالمية الواسعة جدا و المرتبطة إلكترونيا لم تغير من احتمالات تطاير الفقاعات المالية، و انتقال آثار الهبوط والارتفاع في أسعار الأوراق المالية، و إنما جعلت من الممكن أن يتضاعف حجم هذه الفقاعة، و قد ربطت هذه الأسواق الوطنية ببعضها حيث غدت هذه الأسواق عرضة للانهايار معا.

2-2-أسباب الأزمة المالية العالمية

ففي الوقت الذي بدأت تظهر فيه بعض مؤشرات تعافي الاقتصاد العالمي من التدايعات المتمخضة عن الأزمة المالية الآسيوية استيقظ العالم يوم 2008/09/14 على خبر أزمة إفلاس مصرف Lehman Brothers أحد أكبر خمسة مصارف أعمال في الولايات المتحدة الأمريكية، نتيجة لأزمة الرهونات العقارية عالية المخاطر أو الأقل جودة التي بدأت منذ شهر فبراير عام 2007. مما جعل السلطات المالية الأمريكية تتدخل للإنقاذ اثنين من أكبر شركات الرهونات العقارية freddie mac, and fannie mae المتعثرة، وذلك بوضعها تحت الوصاية الحكومية و قبول مصرف merrill lynch صفقة بيع لمصلحة bank of America وإعلان مصرف jp morgan chase شراء الأنشطة لمصرف Washington mutual إلى اهتزاز أسواق المال العالمية بصورة عنيفة، جعلت البنوك المركزية العالمية تسرع بالتدخل لضخ مليارات الدولارات في الأسواق المالية لمنع الانهيار التام للاقتصاد العالمي. أي 700 مليار دولار، و هذه الخطة في رأي المتخصصين لا تعالج جذور الأزمة و مسبباتها و إنما تتصدى لأعراض و مظاهر هذه الأزمة لذا يجب محاسبة المسؤولين عن هذه الأزمة فيما يخص:

- إدارة السيولة و الربحية.
- إدارة مخاطر الائتمان.
- إدارة كفاية رأس المال.

فالحرية الاقتصادية التي كان ينادي بها الرأسماليون أصبحت شديدة العمق و شديدة الوضوح و بالمفهوم العكسي لها، ليس فقط من السلطات النقدية فحسب بل من السلطتين التنفيذية و التشريعية، " مرحبا بكم في الجمهوريات الاشتراكية و الأمريكية" ، و قد سميت خطة الإنقاذ على اسم وزير الخزانة الأمريكي، أي خطة بولسون، لذا وقع أكثر من 50 اقتصاديا أكاديميا على وثيقة ترفض هذا التدخل وهذه الخطة التي جاءت لمكافأة المسيئ الفاسد، و يتحمل تكلفتها المواطن الأمريكي العادي، الذي تحمل كل تبعات الأزمة³²¹.

هذا وما إن بدأت البنوك المركزية العالمية في التعامل مع أزمة إفلاس مصرف " lahmane brothers " حتى فوجئت بوقوف مجموعة التامين الأمريكية (AIG) American international group العملاقة الخاصة على شفى الانهيار مم دفع السلطات المالية الأمريكية إلى اتخاذ قرار تأميم هذه المجموعة للحيلولة دون إفلاسها، مما قاد وبعده عقود من ازدهار الفكر الليبرالي الداعي إلى تحرير الاقتصاد من سيطرة الدولة و تركه

³²¹ -عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية....التشخيص و المخرج، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27، نوفمبر 2008، ص 8.

للعمل وفقا لآلية السوق، إلى بيان أهمية دور الدولة في النشاط الاقتصادي بشكل عام وفي القطاع المصرفي بشكل خاص، نتيجة السياسات الخاطئة للولايات المتحدة الأمريكية خلال السنوات الماضية التي شهد العالم خلالها طغيان هذه الدولة و الظلم العالمي الذي مارسته ضد البشرية بنفقاتها العسكرية التي تسببت في ارتفاع حجم الدين الحكومي و التي قدرت حسب المصادر الأمريكية بنحو 11 تريليون دولار وهي تشكل ما يزيد عن 65% من الناتج المحلي الإجمالي، كما قدره خبراء آخرون بواقع 380 ألف دولار في الدقيقة الواحدة³²².

كما بلغت الديون الفرعية 9.2 تريليون دولار، تشكل الديون العقارية منها نحو 6.6 تريليون دولار، وبلغت ديون الشركات قرابة 18.4 تريليون دولار و بذلك فإن المجموع الكلي للديون يعادل 39 تريليون دولار أي ما يعادل 3 أضعاف الناتج المحلي الإجمالي، كما بلغت البطالة نحو 5% ووصل التضخم إلى ما نسبته 4%. وانخفضت البورصات الأمريكية والأوروبية والآسيوية بمعدل غير مسبوق منذ أيام الكساد العالمي الكبير، وانكشفت بعض البنوك الأوروبية والآسيوية، واضطرت الحكومات للتدخل. ولجأت دول أخرى ذات الاقتصاد الصغير (مثل أيسلندا. و باكستان) إلى صندوق النقد الدولي خوفا من الإفلاس.

وحتى تتضح الصورة كاملة لا بد أن نرجع إلى الوراء قليل و بالتحديد بعد 2001/09/11 عندما أصيب الاقتصاد الأمريكي بصدمة اقتصادية نتيجة لتدمير مركزي التجارة العالميين في نيويورك و خشي المسئولين في أن يؤدي ذلك إلى حالة انكماش اقتصادي. وكما هو معروف فإن فلسفة الحزب الجمهوري الاقتصادية تركز على مبدأ عدم تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي و المالي وأن تترك حل المشاكل الاقتصادية لقوى السوق وحدها بدون أدنى تدخل من الحكومة، و مع ذلك فقد قامت الحكومة بتشجيع البنوك على الإقراض عن طريق سياسة البنك المركزي (الفدرال رزيرف) بالتخفيض المتتالي لأسعار الفائدة، مما أدى إلى هبوط أسعار الفائدة إلى مستويات متدنية جدا خلال الفترة 2002 إلى نهاية 2005.

لقد نجحت تلك السياسة في البداية من إخراج الاقتصاد الأمريكي من كساد محقق، و لكن الشيء إذا زاد عن حده أنقلب إلى ضده، فقد شجعت تلك السياسة أيضا على زيادة التوسع في الإقراض و حتى بدون ضمانات كافية و بدون حذر من العواقب المتوقعة.

وقد استغل قطاع البنوك تلك السياسة و توسع في الإقراض الاستهلاكي و الإقراض العقاري من أجل تحقيق أرباح سريعة و طائلة من وراء الإقراض لقطاع الإنشاءات و المساكن بشكل غير مسبوق في التاريخ و بدون تكوين احتياطات كافية، و قد أدت تلك السياسة إلى حدوث طفرة عقارية كبيرة في أرجاء أمريكا و ارتفعت أسعار العقارات بشكل فقاعة تكبر و تكبر بشكل مضاعف خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2006³²³.

³²² - ونوزيان راضية ، الأزمة المالية العالمية و آثارها على اقتصاديات العالم العربي، بحوث و أوراق عمل الملتقى الدولي المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430 هـ الموافق 20-21 أكتوبر 2009م ، بعنوان : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، منشورات مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي 2009 جامعة فرحات عباس سطيف، ص 418/419.

³²³ - ودبع أحمد كايلى الأزمة المالية العالمية الأسباب و النتائج - This is the html version of the file <http://www.kantakii.com/fiqh/Files/Economics/11018.doc> Google automatically generates html versions of documents as we crawl the web.09/08/2009.

- و يمكن تلخيص المراحل الكبرى في الأزمة المالية العالمية كما يلي³²⁴:
- * فيفري 2007 : عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد) يتكثف في الولايات المتحدة و يسبب عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.
- * أوت 2007 : البورصات تندهور أمام مخاطر اتساع الأزمة، و المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة.
- * أكتوبر إلى ديسمبر 2007 : عدة مصارف تعلن انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.
- * 22 جانفي 2008 : الاحتياطي الاتحادي الأمريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.50 % ، و هو إجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجياً إلى 2% بين جانفي و نهاية أفريل.
- * 17 فيفري 2008 : الحكومة البريطانية تؤمم بنك ' نودرن روك'
- * 11 مارس 2008 : تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات.
- * 16 مارس 2008 : " جي بي مورغان تشيز " يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي " بير ستيرنز " بسعر متدن ومع المساعدة المالية للاحتياطي الاتحادي.
- * 7 سبتمبر 2008 : وزارة الخزانة الأمريكية تضع المجموعتين العملاقتين في مجال تسليفات الرهن العقاري " فريدي ماك " و " فاني ماي " تحت الوصايا طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.
- * 15 سبتمبر 2008 : اعتراف بنك الأعمال " ليمن برادرز " بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية و هو ' بنك أوف أمريكا' شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت " ميريل لينش "
- عشر مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحاً، في حين توافق المصارف المركزية فتح مجالات التسليف. إلا أن ذلك لم يمنع تراجع البورصات العالمية.
- * 16 سبتمبر 2008 : الاحتياطي الاتحادي و الحكومة الأمريكية تؤممان بفعل الأمر الواقع أكبر مجموعة تأمين في العالم " أي آي جي " المهتدة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 9.79 % من رأسمالها.
- * 17 سبتمبر 2008 : البورصات العالمية تواصل تندهورها و التسليف يضعف في النظام المالي، و تكثف المصارف المركزية العمليات الرامية إلى تقديم السيولة للمؤسسات المالية.
- * 18 سبتمبر 2008 : البنك البريطاني " لويد تي أس بي " يشتري منافسه " أتش بي أو أس " المهتد بالإفلاس.

³²⁴ - <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm> 2/06/2008.

- السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة بقيمة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع.
- * 19 سبتمبر 2008 : الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى " التحرك فوراً " بشأن خطة إنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة.
- * 23 سبتمبر 2008 : الأزمة المالية تطغى على المناقشات في الجمعية العامة للأمم المتحدة في نيويورك.
- الأسواق المالية تضاعف قلقها أمام المماثلة حيال الخطة الأمريكية.
- * 26 سبتمبر 2008 : انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية و التأمين البلجيكية الهولندية " فورتيس " في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة يشتري بنك " جي بي مورغان " منافسه " واشنطن ميوتشوال " بمساعدة السلطات الفدرالية.
- * 28 سبتمبر 2008 : خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس. وفي أوروبا يجري تعويم " فورتيس " من قبل سلطات بلجيكا و هولندا و لوكسمبورغ. وفي بريطانيا جرى تأمين بنك " برادفورد و بينغلي ".
- * 29 سبتمبر 2008 : مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ. وول ستريت تنهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الأوروبية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها.
- أعلن بنك " سيتس غروب " الأمريكي أنه يشتري منافسه " واكوفيا " بمساعدة السلطات الفدرالية.
- * الأول من أكتوبر 2008 : مجلس الشيوخ الأمريكي يقر خطة الإنقاذ المالي المعدلة.
-) وتتمثل صيغة الرهن العقاري في أن يتم التعاقد بعقد ثلاثي الأطراف بين مالك العقار و مشتر و ممول (بنك أو شركة تمويل عقاري) على أن يقوم المالك ببيع العقار للمشتري بمبلغ معين، و يدفع المشتري جزء من الثمن (10 % مثلا) و يقوم الممول في ذات العقد بدفع باقي الثمن للبائع مباشرة و اعتباره قرضا في ذمة المشتري مقابل رهن العقار الممول و يسدد القرض على أقساط طويلة الأجل (ما بين 15-30 سنة) بفائدة تبدأ عادة بسيطة في العامين الأولين ثم تتزايد بعد ذلك، و يسجل العقار باسم المشتري و يصبح ملكه، له حق التصرف فيه بالبيع أو الرهن³²⁵.
- بدأت الأزمة مع إنتعاش و رواج سوق العقارات الأمريكية في الفترة ما بين 2001-2006 مما شجع البنوك و شركات الإقراض إلى تمويل العقارات مرتفعة المخاطر، حيث تم منح قروض لشراء المنازل دون ضمانات كافية مقابل سعر فائدة بسيطة لمدة سنتين ثم تتزايد بعد ذلك.
- بعد ذلك قامت المؤسسات المالية الكبرى ببيع هذه القروض إلى شركات التوريق التي أصدرت بموجبها سندات دين، طرحتها في أسواق المال و البورصات للتداول أي أعادت إقراض ما حصلته من تمويل عقاري جديد مرات متتالية.

³²⁵ - عبد الحليم غربي: رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27/ذي القعدة 1429 هـ /نوفمبر 2008م، ص 24، 25.

بعد ما تشبعت السوق العقارية و ضعف الطلب على العقارات انخفضت أسعار المنازل و في ظل ارتفاع سعر الفائدة و عدم قدرة أصحابها على إعادة بيعها أو رهنها و الحصول على قروض جديدة توقفوا عن سداد أقساط القروض العقارية و فوائدها، و هنا بدأت أسعار السندات في الانخفاض، و اتجه حملتها إلى بيعها بخسارة³²⁶.

ظهرت ملامح الأزمة بوضوح مع بداية 2007 و ذلك مع تزايد حالات توقف المقترضين عن الدفع، و زيادة عدد المنازل المعروضة للبيع، و بروز ظاهرة استيلاء المقرضين على العقارات و كثرة المنازعات بين المقرضين و البنوك.

عجزت بعض البنوك عن مواجهة عمليات سحب الأموال و تمويل المؤسسات و الأفراد فأعلنت إفلاسها، و في المقابل انخفضت أسهمها و أسهم شركات الاستثمار العقاري، فأدى ذلك إلى انهيار الأسواق المالية وهدد بحدوث كساد اقتصادي.

"أدى ارتباط عدد كبير من المؤسسات المالية في أوروبا و آسيا بالسوق المالية الأمريكية إلى انتقال أزمة الرهن العقاري من الولايات المتحدة الأمريكية إلى القارة الآسيوية و الأوروبية، لتتطور إلى أزمة أكبر باتت تعرف بالأزمة المالية العالمية.

كل هذه الأسباب أدت إلى تفاقم الأزمة المالية العالمية، ويمكن تلخيصها فيما يلي:
2-2-1- أسباب مباشرة³²⁷:

☒ أن الأزمة المالية بدأت نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض سعر الفائدة حتى وصل إلى 1 % في عام 2003 م، مما رفع الطلب على القروض و خاصة القروض العقارية، ومع سهولة وتسيير هذه القروض تزايد الطلب عليها مما أدى إلى رفع سعر العقار في الولايات المتحدة.

☒ الرهون العقارية الأقل جودة وهذا يأتي من أن المواطن الأمريكي يشتري عقاره بالدين من البنك مقابل رهن هذا العقار، حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحب العقار نتيجة لسهولة الحصول على قرض جديد وذلك مقابل رهن جديد من الدرجة الثانية، و توسعت البنوك في هذا النوع من القروض الأقل جودة مما رفع من درجة المخاطرة في تحصيل القروض.

☒ الزيادة الهائلة في توريق الديون العقارية Securitization و هو ما قام به المهندسون الماليون في الولايات المتحدة، حيث تم اختراع جديد اسمه المشتقات المالية و هو اختراع يمكن من خلاله توليد موجات متتالية من الأصول بناء على أصل واحد، و أنه يمكن تحويل تلك القروض إلى أوراق مالية

326 - عبد الحلیم غربي: مرجع سابق، ص 26.

327 - زايري بلقاسم: الأزمة المالية المعاصرة، الأسباب و الدروس المستفادة، المنتدى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات، الآفاق و التحديات، 26،25 نوفمبر 2005، جامعة الشلف، ص 7، 9. على الموقع: <http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/18895.html>.

معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

✘ البنوك لم تكتفي بالتوسع في القروض الأقل جودة بل استخدمت (المشتقات المالية) لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي للتوسع في الإقراض، وذلك عندما يتجمع لدى البنك محفظة كبيرة من الرهونات العقارية، فإنه يلجأ إلى استخدام هذه المحفظة من الرهونات العقارية لإصدار أوراق مالية جديدة يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى بضمنان هذه المحفظة، وهو ما يطلق عليه التوريق، فكأن البنك لم يكتفي بالإقراض الأولي بضمنان هذه العقارات بل اصدر موجة ثانية من الأصول المالية بضمنان هذه الرهون العقارية، وهكذا فإن العقار يعطي مالكة الحق في الإقراض من البنك، و لكن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر للإقراض من جديد من المؤسسات المالية الأخرى، وتستمر العملية موجة بعد موجة حيث يولد الإقراض طبقات متتالية من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، وهكذا أدى التركيز في الإقراض في قطاع واحد إلى زيادة المخاطر.

✘ نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية الوسيطة، حيث لا تخضع البنوك الاستثمارية للمنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية.

✘ ترابط الاقتصاديات: فقد كانت دورات الزيادة و الهبوط في أسعار العقار مقصورة في السابق على الدول التي تمر بها من قبل، لكن الفقاعة الأخيرة في قطاع العقار الأمريكي أغرت البنوك الكبرى وصناديق الاستثمار من دول أخرى على الدخول في سوق القروض العقارية الأمريكي، ما أدى إلى نشر مخاطرها على نطاق أوسع.

وذلك ما جعل انهيار القطاع العقاري الأمريكي و أزمة القروض العقارية السيئة تنتشر حول العالم و تقود إلى انكماش ائتماني وصعوبة في الإقراض و ركود في الاقتصاد تطلب تدخل البنوك المركزية، بضح المليارات من السيولة النقدية في القطاع المصرفي، و ذلك بشراء أصول فاسدة من البنوك، كما تضمنت خطة الإنقاذ الأمريكية رفع مبلغ الضمان الحكومي على المدخرات، كما ورد في خطة الإنقاذ الأمريكية بحيث تضمن ودائع الأفراد من 100 ألف إلى 250 ألف دولار لمنع أي خوف على الودائع البنكية.

✘ أزمة الثقة: لقد تكاثفت الأسباب السابقة على تهديد أحد أهم عناصر القطاع و هو الثقة، فبالرغم من أن العناصر السابقة كافية للإحداث أزمة، لكن الأمر يصبح أخطر إذا فقدت الثقة و ضعفت في النظام المالي والذي يقوم على ثقة الأفراد، و يزداد تعقيدا نتيجة للتداخل بين المؤسسات المالية في مختلف الدول.

2-2-2- الأسباب الغير مباشرة

✘ لعل أهم الأسباب الغير مباشرة للأزمة هي النفقات العسكرية على الإرهاب في العراق و أفغانستان، فالولايات المتحدة الأمريكية تنفق كل ثلاثة دقائق مليون دولار لحرها³²⁸ على العراق مما يعني نزيف السيولة العالمية، و تمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم و من سوقها الداخلي، و ذلك بإصدارها سندات الخزينة، و لهذه السندات سمعة عالمية كبيرة و اقتصادها قوي يعتمد على الإنتاج و العلم و استخدام التكنولوجيا، لذلك يستثمر بها معظم بلاد العالم بلا استثناء.

الجدول رقم (11): حجم الإنفاق العسكري الأمريكي

السنة	الحرب على العراق ألف دولار في الدقيقة	الحرب على الإرهاب ألف دولار في الدقيقة	ميزانية الدفاع الأمريكية
2003	93	54	438
2004	111	74	448
2005	164	100	507
2006	188	116	536
2007	245	166	611
2008	371	195	---

المصدر: سامر مظهر كنعنجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة والنشر والتوزيع، سورية - دمشق، 1429هـ/2008م، ص 62

✘ اهتزاز الاقتصاد الأمريكي :

تقوم الأزمة المالية العالمية على محورين لا يمكن فصل احدهما على الآخر، فهي أزمة مزدوجة مالية ونقدية، و من حيث مصدرها فإنها تعود لاهتزاز الاقتصاد الأمريكي و عيوب النظام الرأسمالي. أما المحور الأول منها فإن الأزمة تقوم في جانب مهم منها على فقدان الثقة في الاقتصاد الأمريكي و عملته، و المحور الثاني يتمثل في تصريح أصحاب الاختصاص، كوزير المالية الألماني بير شتاينبروك بأن : " الولايات المتحدة تتحمل مسؤولية الأزمة المالية العالمية الراهنة بسبب الحملة الأنجلوسكسونية التي تهدف لتحقيق أرباح كبيرة و مكافآت هائلة للمصرفيين و كبار مديري الشركات، و الأزمة ستخلف آثار عميقة و ستحدث تحولات في النظام المالي العالمي".

* وعند النظر إلى الأسباب الغير مباشرة التي أدت إلى ظهور الأزمة المالية الحالية و التي تتعلق بوضعية الاقتصاد الأمريكي نجد:

أ- عجز الميزانية : أدت السياسات الغير متماسكة لبوش إلى تعميق العجز في الميزانية الأمريكية و المتمثلة في:

✓ تخفيض كبير في الضرائب.

✓ الإنفاق الكبير على الأمن الداخلي.

328 - سامر مظهر كنعنجي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة والنشر و التوزيع، سورية - دمشق، 1429هـ/2008م، ص 61.

- ✓ الإنفاق الكبير على الحرب ضد الإرهاب.
- ✓ تمويل الحرب في كل من العراق و أفغانستان.

ب - عجز ميزان المدفوعات الأمريكي: تدهور وضع الميزان التجاري الأمريكي بسبب

- ✓ القيود على تصدير المنتجات عالية التقنية *Hi-tec-products*.
- ✓ ارتفاع مستويات الاستهلاك المحلي، بصفة خاصة من السلع المستوردة.
- ✓ ارتفاع أسعار النفط.

ج- تصاعد حجم الدين الأمريكي: تضاعف حجم الدين الأمريكي مرة و نصف خلال الفترة (2002-

2007)، فقد بلغ في ديسمبر 2007 حوالي 2.9 ترليون دولار، أو ما يمثل حوالي 70 % من الناتج المحلي الإجمالي، و قد وصل إلى حوالي 72.5 % من الناتج المحلي الإجمالي خلال 30 سبتمبر 2008، وهو بهذا الشكل يتجاوز مستوى الحد المقبول دولياً.

➤ بالإضافة إلى جملة من الأسباب نحصرها في³²⁹:

- ✓ فوضى أسواق رأس المال و زيادة المضاربات على غير أساس اقتصادي و ارتفاع الأسعار للعقارات دون مرر (الفقاعة العقارية).
- ✓ عدم المصداقية والشفافية و الوضوح في البيانات المالية التي كانت تصدر عدم الالتزام بالمعايير الدولية وبازل 2 من المصارف الأمريكية.
- ✓ جشع المصارف و التسارع في تقديم التمويل لزيادة الربح السريع دون مراعاة قدرة المقترضين على السداد، أي الاقتراض غير المسؤول.
- ✓ بدأت الأزمة نتيجة توفر ما يعرف بالأموال الرخيصة (انخفاض أسعار الفائدة) حتى وصلت إلى 1 % في عام 2003 مما رفع الطلب على القروض و تزايد الطلب عليها.
- ✓ انخفاض أسعار الأسهم والسندات.
- ✓ التطور التكنولوجي أتاح مجالاً للتزوير.
- ✓ فساد إداري في قمة إدارات المصارف و المؤسسات المالية مثل ما حدث في لمن برادزر.
- ✓ عدم كفاءة الإدارة هو السبب الرئيسي وراء الفشل و بالتالي الإفلاس (عدم كفاءة الإدارة . (93.1%) الإهمال (2%) التزوير (1.5%) الكوارث (0.9%) و الأسباب الأخرى مجتمعة (2.5%).

³²⁹ - نوزيان راضية، الأزمة المالية العالمية و آثارها على اقتصاديات العالم العربي، مرجع سبق ذكره، ص 418، 419.

- ✓ فشل ملايين المقترضين عن تسديد ديونهم للمصارف حوالي (3) مليون مقترض بحجم يصل إلى (600) مليار دولار بعد رفع الفائدة في العام 2004.
- ✓ الزيادة في تسديد الديون العقارية و هو ما قام به المهندسون الماليون في أمريكا بإمكانية تحويل القروض إلى أوراق مالية معقدة (توريق الديون) يمكن عن طريقها توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.
- ✓ الرهون العقارية الأقل جودة، شراء عقار مقابل رهن العقار و حينما يرتفع ثمن العقار المرهون يحاول صاحبه الحصول على قرض رهن من الدرجة الثانية و من هنا تسمى الرهون الأقل جودة، أي أنها أكثر خطورة في حال انخفاض ثمن العقار.
- ✓ لجوء المصارف إلى شركات التأمين علي الائتمان كبديل لضرورة جودة مراكز المقترضين و دون مراعاة التركيز في قطاع التأمين وسيطرة شركة واحدة علي السوق AIG .
- ✓ تقصير مؤسسات التصنيف الدولية RARING CO في عملها و إعطاء تصنيفات مرتفعة للبنوك و الشركات الأمريكية اعتمادا على السمعة و دون مراعاة لمخاطر الأصول وتصنيف السندات العقارية تصنيفا مرتفعا لأنها صادرة عن بنوك قوية (MODYS-FITISH).
- ✓ عدم مراعاة قواعد الحوكمة الرشيدة، CORPORAT GOV و منح مكافآت و أجور مغالى فيها لمدرء المصارف اعتمادا على الأداء الرقمي للمؤسسات المالية وليس الأداء الحقيقي.
- ✓ انتشار استخدام المشتقات عشرة أضعاف الناتج العالمي لتوليد مصادر جديدة للتمويل، وبالتالي التوسع في الإقراض.
- ✓ غياب الرقابة الحكومية الكافية على القطاع المصرفي و شركات التأمين و الرهن العقاري.
- ✓ عجز المؤسسات المالية الدولية IMF عن تحذير الأسواق من زيادة المخاطر وتنبيه المستثمرين في الوقت نظرا لأنه ليس لها الحق في ذلك.
- وهكذا انتقلت الأزمة من النطاق المالي إلى الاقتصاد الحقيقي مع تأثر حجم الطلب العالمي الكلي، وانخفاض حجم الصادرات وأدى هذا بدوره إلى انخفاض غير مسبوق في أسعار المواد الخام والسلع الصناعية كافة. ويمكن تلخيص هذه الأسباب في أربع نقاط أساسية³³⁰:
- الأول** : غياب الرقابة من قبل السلطات النقدية.
- الثاني** : المضاربات و المقامرات المحمومة في وول ستريت والتي تتصاعد بلا ضابط ولا رابط ولا منطق.
- الثالث**: استخدام أدوات مالية مبتكرة تعمل على بيع القروض العقارية وغيرها من القروض المشكوك فيها في شكل أوراق مالية.

330 - عبد الحميد الغزالي ، مرجع سبق ذكره ، ص 8.

الرابع: فساد الإدارة العليا في كثير من هذه المؤسسات، فمثلا بلغت مرتبات ومكافآت رئيس بنك ليمان براذرز 486 مليون دولار عام 2007.

3- نتائج الأزمة المالية العالمية

وصفت صحيفة (لوس أنجلوس تايمز) ما حدث في أسواق الأسهم بأنه الأسوأ منذ هجمات 11 سبتمبر/أيلول 2001 .

☞ أما صحيفة (واشنطن بوست) فعزت انهيار أسواق الأسهم إلى أزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية التي فشت تداعياتها لتصل أرجاء المعمورة كلها تقريبا.

☞ و ذكرت (لوس أنجلوس تايمز) أن القلق الرئيسي يكمن في أنه رغم النمو المذهل في الصين والهند والبرازيل فإن العالم لم يستطع الصمود أمام الهبوط الحاد للاقتصاد الأمريكي الذي استهلك ما قيمته 2.1 تريليون دولار من السلع والخدمات الأجنبية في الأشهر الـ 11 الأولى من عام 2007.

3-1- خسائر بنك Northern Rock :

انخفضت أسهم بنك (نورثن روك) أحد أكبر المصارف البريطانية المتخصصة في التمويل العقاري بأكثر من 30 % عقب إعلان بنك إنجلترا المركزي منحه قرضا عاجلا.

3-2- إفلاس Lehman Brothers :

أعلن مصرف (ليمان براذرز) رابع أكبر بنك بالولايات المتحدة إفلاسه، حيث انخفضت قيمة أسهمه بنسبة 94 % منذ بداية العام الحالي إبان أزمة الائتمان التي أصابت القطاع المالي الأمريكي. ووصلت خسائره إلى مليارات الدولارات بسبب استثماراته في سوق الرهن العقاري.

و لانهيار هذا البنك وقع كبير في القطاع المالي العالمي لأن عمره يتجاوز قرنا و نصف و لطالما ضرب به المثل في الإفلات سالما من أزمات مالية تاريخية ضخمة مثل الكساد الكبير الذي ضرب العالم القرن الماضي³³¹.

3-3- تراجع أسهم Credit Suisse

تراجعت أسهم مصرف كريدي سويس السويسرية لتواصل انهيارها منذ مطلع العام بنسبة 28.78 % ، بسبب شطب مبالغ ضخمة من أصوله لتغطية ديون تراكمت إثر أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة وسوء حال سوق الأوراق المالية.

3-4- سوق النفط

إن تباطؤ معدلات النمو الاقتصادية العالمية سيؤدي إلى تراجع الطلب على النفط الذي يشكل حوالي 60 % من إجمالي الصادرات العربية إضافة إلى احتمالات تأثر الاستثمارات العربية في الخارج التي تقدر بمليارات الدولارات بهذا الوضع.

³³¹ - سامر مظهر كطنجي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

وقد تسببت الأزمة المالية المتفاقمة بانخفاض سعر النفط، وقد أُلقت الأزمة بضلالها على أسواق النفط فهبط أسعاره نتيجة لتراجع النمو، ليلغ سعر البرميل أقل من 90 دولار للبرميل.

3-5- سوق الأسهم

تأثرت مختلف البورصات بما حدث بشكل مباشر، و يثير تباطؤ الاقتصاد الأمريكي مخاوف حدوث ركود في الاقتصاد العالمي. فقد تعرضت السوق الأمريكية لهزة كبيرة نتيجة للأزمة المالية، فتأثرت جميع الأسواق الأوروبية جراء هذا الانخفاض فراجعت وتبعها في ذلك الأسواق العربية والخليجية.

و بما أن السوق الأمريكية سوقا قيادية للأسواق المالية العالمية، لذلك فكلما اهتزت السوق الأمريكية اهتزت الأسواق العالمية و هذه الحالة تكررت أكثر من مرة.

و يفسر التأثير السابق بأن خسارة قطاع العقار قد شكلت حافزا دفع المستثمرين لسحب أموالهم من البورصات لتغطية مراكزهم المالية في أماكن أخرى، و هو ما انعكس سلبا على الأسواق المالية بالعالم وعلى حجم النشاط الاقتصادي بالولايات المتحدة وخارجها.

3-6- سوق الفائدة الربوية

سارعت البنوك المركزية في العالم إلى ضخ عشرات مليارات الدولارات بالأنظمة المالية، وعرضت على البنوك التجارية قروضا بمعدلات فائدة منخفضة لتأخير حدوث انخفاض حاد في قطاع الائتمان. ومن الإجراءات التي اتخذها البنك الاحتياطي الاتحادي أن أبقى على معدلات الفائدة عند 2 % ، إضافة إلى ضخ سيولة مما أحدث ارتياحا في وقت تراخمت البنوك من أجل الحصول على تمويلات قصيرة الأجل³³².

3-7- الأزمة الاقتصادية و تأثيرها على الأسواق المالية العربية³³³

قبل التطرق لآثار الأزمة تجدر الإشارة إلى بعض عوامل التراجع والهبوط و الهزيمة التي مازالت مهيمنة على أوضاعنا العربية، والمؤشرات على ذلك كثيرة نذكر منها:

- ✓ استفحال مظاهر التبعية بكل أشكالها السياسية والتجارية والمالية والثقافية والنفسية.
- ✓ لجوء العديد من الحكومات و الأفراد إلى إيداع فائض ما توفر لديهم من أموال النفط، في المصارف الأوروبية و الأمريكية، و يتم التداول الآن بأرقام خيالية من الأموال العربية في الخارج، على شكل إيداعات أو استثمارات أو سندات خزانة أو أسهم، و تحاط الأرقام الحقيقية بسرية تامة خاصة الحسابات في المصارف، إلا أن الأرقام تشير إلى وجود (238 ألف حساب مصرفي) لعرب غير مقيمين في الولايات المتحدة وحدها. و تقول بعض الأرقام " أن مجمل التوظيفات و الودائع السعودية تابعة للحكومة و مؤسسات خاصة و أفراد يقارب في الولايات المتحدة وحدها 500 مليار دولار يقابلها 250 مليار دولار لدول التعاون الخليجي.

³³² - سامر مظهر كطنجي، مرجع سبق ذكره، ص 71،72.

³³³ - غازي الصوراني على الموقع <http://www.pflp.ps/savenews.php?id=1278&type=Aklam> أطلع عليه يوم : 2008/10/17.

☞ أما تداعيات الأزمة المالية على الأسواق المالية العربية و التي تمتلك أسواقا مالية أكثر انفتاحا على الأسواق الدولية، فقد تتأثر بهذه الأزمة باعتبار أن عوائد النفط فيها يشكل المصدر الأساسي لها، و نظرا لانخفاض أسعار البترول إلى ما دون الخمسين دولار للبرميل فمن المؤكد أن فوائدها المالية ستتراجع بما ينعكس على مشاريع التنمية فيها بحجم الاستثمارات العربية الكبيرة في الأسواق المالية الأمريكية. أن آثار الأزمة المالية على الدول العربية يرتبط بمدى علاقة سوق الأوراق المالية بالسوق العالمية، فالمصارف في هذه الدول لها أسهم في السوق المالية و مؤسسات تشارك في البورصة في أعمال بيع و شراء سندات هذه القروض و بالتالي سترك آثارها على السوق المالية العربية. و لقد تأثرت بطبيعة الحال أسواق الأسهم بالأزمة، و الجدول رقم 8 يبين التغيرات في أسعار الأسهم لسبعة أسواق:

الجدول رقم (12) : التغيرات في أسعار الأسهم

(2007/1/2 – 2008/12/31)

السوق	المشاهدة الأولى	المشاهدة الأخيرة	أعلى قيمة (الشهر/السنة)	التغير إلى أعلى قيمة (%)	التغير من أعلى قيمة
أبو ظبي	100	79.75	171.81 (2008/6)	71.81	-53.38
البحرين	100	81.04	130.39 (2008/6)	30.39	-37.84
قطر	100	91.23	177.33 (2008/6)	77.33	-45.46
دبي	100	39.66	152.52 (2008/1)	52.52	-73.99
الكويت	100	77.84	156.58 (2008/6)	56.38	-50.28
عمان	100	96.72	215.25 (2008/6)	115.25	-55.06
السعودية	100	60.26	149.26 (2008/1)	49.26	-59.62
الولايات المتحدة	100	70.54	113.54 (2007/10)	13.54	-38.04

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص في التنمية: تقييم و استشراف 23-25 مارس 2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية، المعهد العربي للتخطيط الكويت، ص 8.

أما الجدول رقم 9 فيوضح معاملات الارتباط بين الأسواق الخليجية و سوق الولايات المتحدة. و كما هو واضح فإن معاملات الارتباط ليست مرتفعة، و تختلف من سوق إلى آخر. إذ تتراوح بين الصفر في حالة عمان و 0.52 في حالة السعودية و دبي. كما أن الانحراف المعياري لمعدل تغير أسعار الأسهم يختلف من حالة إلى أخرى. حيث أن الانحراف المعياري لمعدل تغير أسعار الأسهم يختلف من حالة إلى أخرى. حيث أن نلاحظ أنه يبلغ في بعض الدول الخليجية ثلاثة أمثال الانحراف.

الجدول رقم (13) : معاملات الارتباط و الانحراف المعياري

السوق	معامل الارتباط مع الولايات المتحدة	الانحراف المعياري للتغير المثوي في أسعار الأسهم

أبو ظبي	0.18	1.52
البحرين	0.34	0.71
قطر	0.09	1.89
دبي	0.55	2.10
الكويت	0.34	0.90
عمان	0.00	4.80
السعودية	0.52	4.96
الولايات المتحدة	1.00	1.81

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص في التنمية: تقييم و استشراف 23-25 مارس 2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية، المعهد العربي للتخطيط الكويت، ص9.

و تشير العديد من الدراسات التي أجريت مؤخرا إلى تأثير الدول العربية بالأزمة، إلا أن هذا الأثر لن يكون بالسوء الذي يتصوره البعض، و تختلف هذه الدراسات في تقديراتها لذلك سوف نعتمد على التنبؤات التي أعدها صندوق النقد الدولي، كما هي مبينة في الجدول رقم 8.³³⁴

الجدول رقم (14) : معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (%)

الدولة	2007	2008	2009
الجزائر	4.6	4.9	4.5
البحرين	6.0	6.3	6.0
العراق	1.5	9.0	7.3
ليبيا	6.8	7.1	8.1
عمان	6.4	7.4	6.0
قطر	15.9	16.8	21.4
السعودية	3.5	5.9	4.3
سوريا	3.9	4.2	5.2
الإمارات	7.4	7.0	6.0
السودان	10.2	8.5	7.7
اليمن	3.3	3.5	8.0
مصر	7.1	7.2	6.0
الأردن	6.0	5.5	5.2
لبنان	4.0	6.0	5.0
المغرب	2.7	6.5	5.5
تونس	6.3	5.5	5.0

334 - عماد موسى، مرجع سبق ذكره، ص9.

المصدر: عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص في التنمية: تقييم و استشراف 23-25 مارس 2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية، المعهد العربي للتخطيط الكويت، ص10.

وتعتبر إمارة دبي في الوضع الأسوأ بسبب اعتمادها الكبير على الاقتراض لتمويل المشاريع الإنشائية. و بالتالي فهي معرضة لمخاطر انهيار كبير في سوق العقارات، و كذلك إلى مخاطر إعادة تمويل القروض، لذلك قامت السلطات النقدية و المالية في هذه الدول باتخاذ العديد من الإجراءات الوقائية التي بدأ في تطبيقها في بعض الدول العربية، نذكر منها تونس التي اتخذت — كما يقول محافظ البنك المركزي التونسي توفيق بكار— سلسلة من الإجراءات الاقتصادية لتفادي تداعيات الأزمة المالية العالمية سواء على مستوى التصرف في الاحتياطي من العملة الصعبة للبلاد أو على مستوى القوانين المنظمة لقروض السكن، وعبر عن اعتقاده بأن هذه الأزمة ستؤدي إلى اعتماد تشريعات أكثر صرامة في هذه المجالات كما ستفرض على السلطات النقدية إعادة توجيه البنوك نحو تمويل قطاعات الاقتصاد الحقيقي على غرار الأنشطة و الاقتصاد في الطاقة و التكنولوجيات الحديثة إلى غير ذلك، و هي أنشطة لا تقبل البنوك على تمويلها حالياً.

بالنسبة للدول العربية الأخرى، فقد تباينت تداعيات الأزمة الاقتصادية الأمريكية على أسواقها المالية ما بين قوية و متوسطة، و إن كانت معظم البنوك المركزية العربية خاصة الخليجية منها، تتكلم على حجم الخسائر التي لحقت بها جراء تلك الأزمة.

أما في **مصر** فقد تراجع مؤشر البورصة المصرية يوم 8 أكتوبر بنسبة 11.8 %، لكن مخاطر الأزمة ستظل في حدود ضيقة بالنسبة للمؤسسات و البنوك المصرية نظراً لأنها لا تستثمر فوائضها المالية لدى بنوك الاستثمار الأمريكية أو الأوروبية، و بالتالي فإن الأموال المصرفية آمنة، لكن هذا الوضع الداخلي لا يمنع تأثيرات الأزمة و نتائجها الضارة على الاقتصاد المصري إذا ما أدت إلى تراجع أو توقف المعونات المالية الغربية.

أما الأردن: فلم يشهد اقتصاده أي تداعيات سلبية على قطاعاته الاقتصادية، باستثناء بعض الانخفاضات في بورصة عمان.

أما في الإمارات فقد تراجع مؤشر بورصة الدوحة بنسبة 3.8 % يوم 8 أكتوبر في أكبر تراجع لها منذ سنوات عديدة كما تراجعت البورصة في دبي لتصل إلى 6.9 % .

أما فيما يخص السعودية فقد افتتحت سوق المال السعودية (البورصة الأكبر في العالم العربي) مداولتها يوم الأربعاء 8 أكتوبر بتراجع تجاوز 5.7 بالمائة للمرة الأولى منذ أكثر من 52 شهراً، لكن السعودية لن تتأثر كثيراً بتداعيات هذه الأزمة، لأن موجودات مؤسسة النقد السعودي (البنك المركزي) تجاوزت حسب المصادر الصحفية مستوى 1.6 ترليون ريال (ما يعادل 433 مليار دولار) لأول مرة على الإطلاق خلال شهر أوت 2008.

أما في سوريا : فهي لم تتأثر بشكل كبير نظرا لضعف العلاقة بين مؤسساتها و بنوكها و المؤسسات المالية الأمريكية.

و ستضل البورصات العربية التي تسمح للأجانب بالتعامل في حالة تذبذب و اتجاهات نحو الانخفاض نظرا لرغبة الأجانب في تسييل محافظهم المالية من أجل تدعيم مراكزهم المالية في الدول الأم، و هو ما أكده واقع أداء الأسواق العربية على مدار شهر أوت و سبتمبر و أول أكتوبر من سنة 2008.

الجدول رقم (15) : المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم لسنة 2008

(بالعملة المحلية)

السوق	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
أبو ظبي	4976.2	4413.4	3956.7	3326.1	2775.9	2390.0
الأردن	10398.9	9553.3	8846.2	3127.1	2767.2	2758.4
البحرين	2795.8	2960.1	2462.7	2220.2	1949.2	1804.1
السعودية	8740.7	8757.0	7458.5	5537.8	4738.1	4803.0
الكويت	14977.0	14446.0	12839.0	9789.0	8875.0	7782.0
المغرب	14134.7	14083.9	12487.7	11977.5	11119.3	10984.3
الجزائر	.....	.....	.....	.....	.....	.....
تونس	2149.9	2325.7	2308.0	2048.1	2009.0	1971.3
دبي	5405.4	4763.1	4127.6	2942.0	1964.7	1636.3
السودان	2826.8	2564.8	2723.0	2650.6	2723.0	2720.7
فلسطين	702.3	660.5	644.8	538.9	423.5	441.7
عمان	10737.1	9493.8	8493.6	6210.0	6263.9	5441.1
قطر	11633.4	10443.2	9314.5	6928.0	6071.4	6886.1
لبنان	173.2	155.3	149.5	124.1	104.9	102.4
مصر	2979.9	2727.7	2354.4	1782.0	1556.7	1573.1

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع: www.amf.org.ae/ar/jointrep

الجدول رقم (16) : القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم (مليون دولار أمريكي)

السوق	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
أبو ظبي	135760	121505	109414	93560	79122	68810
الأردن	56658	52961	49473	39528	34861	35844
البحرين	30877	29724	27258	24492	21551	19947
السعودية	452076	451967	386263	289989	243655	246337
الكويت	1232209	115727	106226	93479	76762	70181
المغرب	90984	85247	74770	66719	62352	65748
الجزائر	106	104	104	96	91	92
تونس	6480	7738	7571	6456	6153	6304

دي	133948	122615	110357	87068	69011	63099
السودان	3911	3310	3658	3288	3156	3804
فلسطين	3161	2976	2908	2468	2027	2124
عمان	27113	24420	21954	16510	16729	15139
قطر	137417	124863	109581	79115	68286	76627
لبنان	15942	14291	13567	11689	9883	9609
مصر	129798	129798	114341	85380	83584	85923

المصدر: النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع: www.amf.org.ae/ar/jointrep

تاريخ الإطلاع ماي 2013

المطلب الثالث: الجهود المبذولة لمواجهة الأزمة المالية العالمية

إن الفارق الأساسي بين أزمتي 1929 و 2008 العالميتين هو توافر أدوات اتصال واسعة الإمكانيات و نظم معلومات عالية السرعة، و تشترك جميع الحلول المقترحة في بلدان العالم بضخ أموال في شرايين البنوك لضمان استمرارها في الإقراض و عدم أحجامها عنه خشية الدخول بمرحلة كساد عالمي، إضافة إلى ضمان الودائع المصرفية الشخصية لضمان تدفق الأموال من المودعين في شرايين البنوك³³⁵.

و ذكر فوكوياما بأن: انهيار كبريات المصارف الاستثمارية الأمريكية، و اختفاء ما يزيد على ترليون دولار من ثروات سوق الأسهم خلال يوم واحد فقط و التحرك نحو محاولة إنقاذ الوضع بضخ 700 مليار دولار من أموال دافعي الضرائب... كلها أمور توضح ضخامة الانهيار الذي تجاهاه وول ستريت.

1- النهج الأوروبي المشترك للتعامل مع الأزمة

امتدت الأزمة إلى أوروبا بسبب عولمة الاقتصاد فانخفضت البورصات فيها بسبب الأزمة المالية، وازداد أثر الأزمة على بريطانيا بسبب الامتداد الذي تشكله البنوك البريطانية للبنوك الاستثمارية الأمريكية و شملت الخطة البريطانية:

* ضخ مليارات الجنيهات الإسترلينية لإنقاذ البنوك البريطانية وصلت إلى 250 مليار جنيه أي ما يقارب 450 مليار دولار من أموال الحكومة في كبريات البنوك البريطانية، و خمسين مليار جنيه أي ما يعادل 86 مليار دولار من أموال دافعي الضرائب لضخها في بنوكها.

* عرض سيولة قصيرة الأجل على البنوك و إتاحة رؤوس أموال جديدة لها، إضافة إلى توفير أرصدة كافية للنظام المصرفي من أجل مواصلة تقديم قروض متوسطة الأجل.

أما في فرنسا فكان تأثير الأزمة أقل بسبب القيود التي تفرضها الحكومة على بنوك الاستثمار، كذلك ألمانيا لم تتضرر كثيرا بسبب إتباعها سياسات مالية أكثر استقلالية عن بريطانيا و الولايات المتحدة الأمريكية، لكنها

تعد خطة إنقاذ مشاهمة تصل قيمتها إلى 549 مليار دولار تشمل ضخ رأسمال قيمته مليارات الدولارات في بنوكها و ضمانات للإقراض بين البنوك.

وأعلنت قمة دول منطقة ليوروا (قمة الدول 15 التي تتبنى ليوروا عملة رسمية لها) أنها ستناقش الخطة التي تدعو إلى ضمان الإقراض بين البنوك و الذي تجمد بشكل كامل في كل أنحاء العالم.

واعتبر (جان كلود تريشيه) رئيس المصرف المركزي الأوروبي أن مؤسسات الإتحاد الأوروبي ليست مهيأة لإطلاق خطة إنقاذ مصرفية مماثلة للخطة الجاري إقرارها بالولايات المتحدة لعدم وجود ميزانية فدرالية بالإتحاد الأوروبي.

و طرحت فكرة إقامة صندوق إنقاذ مصرفي أوروبي حجمه 300 مليار يورو (418.4 مليار دولار). لكن رئيس لجنة الوزراء مالية منطقة ليوروا أيد موقف ألمانيا بعدم ضرورة تكوين صندوق أوروبي للبنوك المتعثرة، وهو الموقف نفسه الذي تبنته الحكومة الهولندية مع تأييدها لفكرة صندوق إنقاذ يخصص له 3 % من إجمالي الناتج المحلي للإنقاذ البنوك الوطنية.

وأصر (جان كلود يونكر) رئيس مجموعة ليوروا على أن أوروبا ليست بحاجة لبرنامج مماثل لما انتهجته الحكومة الأمريكية، لأن الأزمة المالية أعمق بكثير في الولايات المتحدة منها في أوروبا، كما ذكر المتحدث باسم رئيس الوزراء البريطاني (غوردون براون) أنه لا يتوقع بحث إنشاء صندوق إنقاذ أوروبي.

و قالت وزارة الاقتصاد الإسبانية أنها ستؤيد مسعى أوروبا منسقا لزيادة ضمانات الودائع المصرفية من الحد الأدنى الحالي على مستوى أوروبا و هو 20 ألف يورو.

2- خطة دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى: G7

اتفق وزراء المالية و حكام المصارف المركزية في دول مجموعة البلدان الصناعية السبعة الكبرى (ألمانيا، كندا، الولايات المتحدة، فرنسا، بريطانيا، إيطاليا، و اليابان) على خطة تهدف إلى إعادة الثقة في أسواق المال في العالم واستعادة ثقة المودعين من خلال تأمين ودائعهم عن طريق ضمانات تقدمها السلطات العامة لاستعادة ثقة المودعين في سلامة ودائعهم و تمكين المصارف من جمع رؤوس الأموال من القطاعين العام و الخاص لتمكين من مواصلة إقراض العائلات و الشركات، وإعادة تدفق الأموال لدعم النمو الاقتصادي العالمي.

3- النهج العربي الفردي للتعامل مع الأزمة :

أعلن بنك الاستثمار البحريني (إنفستكوروب) إطلاق صندوق بقيمة مليار دولار بالتعاون مع صندوق سيادي خليجي للاستثمار في الديون العقارية بالولايات المتحدة. و ذكر البيان أن الصندوق سيشتري قروضا كاملة و أوراقا مالية مدعومة بضمانات رهن عقاري في الولايات المتحدة، كما أشار إلى صندوق سيادي خليجي لم يسمه قد ساهم بمبلغ 850 مليون دولار في تمويل هذا الصندوق. بحجة أن هناك فرصا كبيرا لتحقيق عائدات مربحة من خلال أسواق الإقراض العقاري في الولايات المتحدة، حيث سيقترض الصندوق لرفع موارده من 2-3 مليار دولار.

كما يهدف الصندوق لشراء أصول أمريكية تبدو جذابة بسبب الأزمة المالية وارتفاع سعر الدولار. حيث توقع أن تزيل السلطات بالولايات المتحدة الأصول الخطرة من كشوف حسابات البنوك بتحويلها للحكومة ودفعي الضرائب وستترك الأصول عالية الجودة فقط.

4- أهم الخطط التي اعتمدها الولايات المتحدة الأمريكية³³⁶

صاغ وزير الخزانة الأمريكية هنري بولسون صادق عليها مجلس النواب و الشيوخ و تهدف إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات و الأملاك العقارية التي تعود إلى دفعي الضرائب، و حماية الملكية و تشجيع النمو الاقتصادي و زيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

الخطة التي حددها القانون تنتهي مدتها بنهاية عام 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرارها، تقوم على ضخ سبعمائة مليار دولار لشراء الديون الهالكة التي تهدد السوق المالية الأمريكية بالانهيار. و تهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات و الأملاك العقارية التي تعود إلى دفعي الضرائب و حماية الملكية و تشجيع النمو الاقتصادي و زيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

وينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي في 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ إقرار الخطة، و تضمنت الخطة ما يلي³³⁷:

* الضمانات لمكلفي الضرائب

- يتم تطبيق خطة الإنقاذ على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس، و يملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بـ 700 مليار دولار.
- تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطة، ما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق.
- يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات و المصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة، و أدرجت في النص الذي اقره مجلس الشيوخ مادتان جديدتان:

○ رفع سقف الضمانات للمودعين من مئة ألف إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

○ إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي مئة مليار دولار للطبقة الوسطى و الشركات.

* تحديد التعويضات لرؤساء الشركات عند ترحيلهم:

- منع دفع تعويضات باهظة لرؤساء أو مدراء الشركات الذين يتم تسريحهم أو يستقيلون بعد أن عملوا في شركات باعت أصولا إلى وزارة الخزانة طالما تساهم الخزانة فيها.

³³⁶ - <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/53673447-E74A-46F1-A4ED-6D6005D0AC4C.htm> 15/10/2008.

³³⁷ - <http://www.alarabonline.org/index.asp?fname=10/10/2008>.

- منع دفع تعويضات تشجيع على مجازفات لا فائدة منها، وحددت المكافآت لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بـ 500 ألف دولار.

- وتنص الخطة على إعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق.
* **المراقبة و الشفافية:**

- يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطة، و يضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الفدرالي ووزير الخزانة و رئيس الهيئة المنظمة للبورصة.

- ويحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونغرس على حضوره في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات.

- تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة.

- يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة.

* **إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات :**

- إجراءات حماية للمالكين المهتمين بمصادرة مساكنهم بينما من المقرر تطبيق إجراء من هذا النوع في 2009.

- السماح للدولة بمراجعة شروط منح القروض العقارية للمدينين الذين يواجهون صعوبات.

- مساعدة المصارف المحلية الصغيرة التي تضررت بأزمة الرهن العقاري.

ويمكن تلخيص خطة الإنقاذ المالي الغربي في الجدول التالي :

خطة الإنقاذ المالي الغربي		
الخطة	منح السيولة	ضمان الودائع
الأمريكية	700 مليار دولار	250.000 دولار
الأوروبية	100 مليار أورو	50.000 أورو
اليابانية	50 مليار دولار	-----

المصدر: عبد الحليم غربي، مجلة العلم و الإيمان، ص 27، العدد 27.

إن هذه الإجراءات يمكن أن تسهم في حل مؤقت للأزمة لكنها لن تضمن القضاء نهائيا على المخاطر التي تهدد الاقتصاد العالمي و ذلك للاعتبارات التالية³³⁸:

↳ أن اعتبار سياسة عرض النقود تعني إقراض البنوك مزيدا من السيولة و تضخم كتلة الديون على المؤسسات المالية دون أن يكون هناك مقابل مساو من الإنتاج و لهذا يمكن أن تتجدد الأزمة الحالية مستقبلا مثلما تجددت عام 1929.

↳ اعتبرت هذه السياسة مكافأة للمتسببين في الأزمة بالإهمال و سوء الإدارة لأموال المودعين.

³³⁸- عبد الحليم غربي: رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27/ذي القعدة 1429 هـ /نوفمبر 2008م، ص 28.

☞ هذه الأموال ستتحملها الخزينة العمومية، بمعنى أن المواطنين دافعي الضرائب سيسددون فاتورة أخطاء السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية الأمريكية.

☞ توفير هذه الأموال سيتم من خلال الاستدانة بموجب سندات الخزينة تزيد من الدين العام ويكون ذلك على حساب الأعباء للأجيال القادمة و ستزيد من حجم الأوراق المالية في السوق المالية المنهارة، وإذا تم توفيرها من خلال إصدار النقود فإنها ستزيد من التضخم.

☞ يعتبر تدخل الدولة في الاقتصاد بالتأميم والإشراف والرقابة ضد مبادئ الرأسمالية وخروجها عن مقتضاياتها.

5- التجربة الماليزية في الخروج من الأزمة : يمكن القول أن ماليزيا خصوصية في علاج الأزمة تستوجب

الوقوف، ولعل تلك الخصوصية تكمن في أن برنامج العلاج كان وطنيا بنسبة 100 %، و تم بعيدا عن صندوق النقد و البنك الدوليين، فيرى العديد من الخبراء و المحللين أن الحكومة الماليزية التي يقودها الدكتور مهاتير محمد، نجحت في اجتياز الأزمة الاقتصادية الكبيرة التي عصفت بماليزيا، واستطاعت في أقل من عامين فقط إخراج الاقتصاد الماليزي من أزمته ووضعها مجددا ليس على طريق الانتعاش البطيء، و لكن بمعدلات نمو مرتفعة قياسا بالدول التي تعرضت للأزمة، ولعل أهم ما يميز النجاح الاقتصادي الماليزي هو أنه تم دون تدخل المؤسسات المالية الدولية³³⁹.

* حزمة الإجراءات: يكمن سر النجاح الاقتصادي الذي حققته ماليزيا خلال 1997-1998 في الإجراءات

الحماية العاجلة التي اتخذتها الحكومة و تطبيق صيغة التحكم و السيطرة بالتبادل الانتقائي الغير تقليدي، هذا النظام تم تطبيقه في حده الأدنى، ومن أهم الإجراءات التي اشتمل عليها³⁴⁰:

☞ وقف سوق تداول العملة الوطنية (الرينجيت) في الخارج، و منع المضاربين بالعملات من النفاذ إلى الصناديق التي يتوفر فيها الرينجيت. و قد تم تطبيق ذلك بواسطة تجميد حسابات الرينجيت بالخارج غير المقيمة بالبنوك الماليزية، هذا الإجراء سمح لغير المقيمين بالاستمرار في الإستثمار في ماليزيا بكل حرية، مستخدمين مدخراتهم بالرينجيت، لكنه حرمهم من إمكانية إقراض أو بيع تلك المدخرات للآخريين. و قد اضطر المضاربون لوقف عملياتهم التخريبية عندما وجدوا أنفسهم غير قادرين على شراء أو إقراض الرينجيت.

☞ تثبيت سعر الصرف الرينجيت 3.8 مقابل الدولار هو السعر الذي كان سائدا عند فرض حزمة التحكم و السيطرة بالتبادل الانتقائي.

☞ فرض نظام يقضي بمنع إعادة تصدير السندات و الأوراق المالية إلى بلدان المنشأ لمدة عام، و هي فترة ضرورية في ضوء عدم الاستقرار الذي كان يعصف بالأسواق المالية في البلاد. هذا الإجراء كان ضروريا لمواجهة إمكانية تسبب الحملة العدائية التي شنت ضد ماليزيا عقب تطبيقها حزمة التحكم والسيطرة، بحفز رؤوس

³³⁹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفانس للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى، 2009م،

ص 178.

³⁴⁰ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

الأموال قصيرة الأجل بمبالغ هائلة. هذا الإجراء نفسه تم استبداله عقب مرور ستة أشهر من تطبيقه، بعد أن بدأ السوق يشهد نوعاً من الاستقرار، بفرض ضريبة على رؤوس الأموال الجديدة، ليطمئئنا بعد تخفيف هذه القيود الضريبية إلى الحد الأدنى، وقصر جبايتها على حصص أرباح الأسهم في سوق الأوراق المالية.

☞ خفض الإنفاق الحكومي العام. وفتح الشركات و المؤسسات المراد خصصتها أمام المليونيين و ليس أمام الشركات الأجنبية، وتقديم إعفاءات ضريبية مشجعة.

" ومن المفارقات الملفتة للنظر أنه بانتهاء مدة سريان هذا الإجراء (12 شهراً) في سبتمبر 1999 م، لم تشهد ماليزيا تدفقاً يذكر لرؤوس الأموال، و يبدو أن مفاهيم و توجهات السوق قد شهدت تغيراً درامياً خلال الفترة الممتدة من سبتمبر 1998 إلى الشهر نفسه من العام التالي. و من الملفت للنظر أيضاً أن المستثمرين الأجانب كانوا سعداء جداً بزيادة القيمة السوقية لخصصهم في بورصة كوالالمبور خلال الفترة المذكورة آنفاً.

و كان الهدف الرئيسي من وراء تطبيق حزمة التحكم و السيطرة بالتبادل الانتقائي في سبتمبر 1998، هو تمكين ماليزيا من بسط سيطرتها على اقتصادها بوقف هجمات المضاربين و المناورين في السوق لتغيير الأسعار، بما يمكن المليونيين من تحديد مصير البلاد.

هذه الحزمة من الإجراءات تم تصميمها بعناية فائقة، واهتمت اهتماماً بالغاً بتفعيل و تعزيز الجوانب الإيجابية من العولمة و طرح السليبي منها. بالنسبة للجوانب الإيجابية التي تم الإبقاء عليها و تعزيزها تضمنت الحرية التامة في القضايا المتصلة بالتجارة الدولية و الاستثمارات المباشرة الأجنبية. كما تم تثبيت النظام الليبرالي الذي ينظم المبادلات التجارية و الاستثمارات المباشرة الأجنبية، على حاله من دون تغيير. أما الجوانب السلبية في العولمة والتي تم التخلص منها فتشمل على وقف الأسواق الخارجية للتجار بالرينجيت الماليزي، و حرية تدفق التمويلات قصيرة الأجل، والتي تسبب بمحدوث عدم الاستقرار في اقتصاد البلاد بكل سهولة وبساطة. و من هنا اتخذت هذه الحزمة صفة الانتقائية في التحكم و السيطرة.

المطلب الرابع: الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية و كيفية علاجها

قد يتفق أو يختلف الخبراء في حجم الصدمة التي أحدثتها أزمة الرهن العقاري على الاقتصاد الأمريكي و الدول المرتبطة بها اقتصادياً، ولكن ما يتفق عليه الجميع أن هذه الأزمة كشفت عن مجموعة من الدروس المستفادة يمكن الخروج بها من أسباب وقوعها، و كيفية التعامل معها³⁴¹:

- 1 لقد بينت الأزمة الحالية أن الاقتصاد العالمي أصبح مرتبطاً و متشابكاً إلى درجة أن أي حادثة في بلد ما تؤدي إلى انفعالات في كل دول العالم، و لعل تكنولوجيا الاتصال أسهمت في هذا التحول النوعي للاقتصاد المعولم من خلال نشر أخبار و صور الأزمة المالية بسرعة فائقة!

³⁴¹ - عبد الحليم غربي: رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27/ذي القعدة 1429 هـ /نوفمبر 2008م، ص 28، 29.

- 2 لتقد كشفت الأزمة الحالية عن التطور الهائل للأسواق المالية من خلال عمليات التوريق التي تعني قيام البنوك بتحويل ضمانات القروض التي تقدمها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة، وهذه القروض الجديدة تقوم بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بتحويل جانب منها إلى أوراق مالية تحصل بها على قروض جديدة وهكذا، وبالنتيجة يكون هناك إناء مالي من عدة طوابق يمكن أن ينهار إذا انهار طابق منه!
- 3 لتقد كشفت الأزمة الحالية عن فقاعتين تحكمان الاقتصاد العالمي: فقاعة الربا، و الثانية : فقاعة بيع الديون، وكل منهما يرتبط بالآخر! و قد بلغ حجم سوق التوريق 500 مليار دولار عام 1994 في الولايات المتحدة، وبلغت القروض المورقة بسندات أوروبية مبلغا ماثلا!
- 4 لتقد أدت الأزمة المالية إلى الاعتراف بدور الدولة وتأميم بعض فروع الاقتصاد، لأن قوى السوق لا تكفي وحدها لضمان التوازن الآلي لأسواق المال و الاقتصاد، والحكومات مطالبة بوضع إستراتيجية بديلة لحماية الاقتصاد المحلي، واغتنام هذا التوجه العالمي نحو استعادة دور الدولة في إدارة الاقتصاد!
- 5 لتقد كذبت هذه الأزمة تلك النظرية الاقتصادية التي ترى بأن الاستثمار العقاري والاستثمار في السندات الربوية هما أهم المجالات الاستثمارية الآمنة من حيث حجم المخاطر والعائد، و لعلها فرضية بطل صدقها لارتباط هذه الاستثمارات بالربا والمقامرات!
- 6 لتقد بينت الأزمة الحالية أن السبب الرئيسي لإفلاس البنوك كان عدم كفاءة الإدارة و المتمثل بمنح قروض دون ضمانات أو مقابل ضمانات غير كافية! و فيما يلي جدول يوضح نتائج دراسة لإحدى المؤسسات عن مسببات الفشل والأهمية النسبية لكل من هذه المسببات في فشل المؤسسات!

الجدول رقم (17) : أسباب فشل المؤسسات	
السبب	الأهمية النسبية
عدم كفاءة الإدارة	93.1 %
الإهمال	2 %
التزوير	1.5 %
الكوارث	0.9 %
أسباب أخرى	2.5 %

المصدر: عبد الحليم غربي، مجلة العلم و الإيمان، ص29، العدد 27.

- 7 لتقد أكدت الأزمة الحالية ارتباطها بالتوسع والإفراط في تطبيق نظام بطاقات الائتمان دون رصيد (السحب على المكشوف) و التي تحمل أصحابها تكاليف عالية، وعندما يعجز صاحب البطاقة عن سداد ما عليه من مديونية، يزداد له في سعر الفائدة وهكذا حتى يتم تنفيذ الرهن عليه.

8 لقد بينت الأزمة الحالية ذلك الانفصام بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد المالي، ففي الوقت الذي يبلغ حجم إنتاج العالم كله من السلع والخدمات 48000 مليار دولار فقط، فإن حجم الأصول المتداولة في الأسواق المالية يبلغ 144000 مليار دولار!

9 لقد بينت الأزمة المالية ابتعاد السياسات الاقتصادية في الدول الكبرى عن الالتزام بالقيم الأخلاقية والإنسانية، حيث قامت البنوك بتوريق الرهون العقارية وكذا القروض المتعثرة و بيعها في صورة سندات، من خلال عرض بيع خداعي لهذه الرهون العقارية كونها استثمارات " رفيعة الدرجة" تتميز بحد أدنى من المخاطر المالية!

10 - لقد أكدت الأزمة الحالية ارتباطها بعملية الإنفاق على الحرب حيث تقدر تكلفة حربي العراق وأفغانستان بحوالي 800 مليار دولار أي بما يتجاوز ما ستضخه الولايات المتحدة الأمريكية لحل الأزمة و من ثم ينبغي تأسيس شكل جديد من التعامل و التخلي عن " اقتصاد الحرب" الذي أعتبر من بين أهم أسباب الأزمة! ويشكل الإنفاق العسكري أكبر نزيف عالمي للسيولة في العالم، فالولايات المتحدة تنفق كل 3 دقائق مليون دولار لحربها على العراق، مما يعني نزيفاً للسيولة العالمية، و تمويله يكون باقتراض الحكومة الأمريكية من دول العالم ومن سوقها الداخلية و ذلك بإصدارها سندات خزينة اقترض ربوي" لها سمعة عالمية كبيرة مصدرها اسم الولايات المتحدة الأمريكية واقتصادها القوي!

11 لقد كشفت الأزمة الحالية عن ضرورة التنسيق الجماعي و العمل المشترك على مواجهة الأزمات الاقتصادية العالمية التالية: أزمة المال وأزمة الطاقة والأزمة الغذائية.

12 لقد أكدت الأزمة الحالية أن حكومات الدول العربية الإسلامية مطالبة بسرعة التعامل مع هذه الأزمة وتوابعها وإدارة هذه الأزمة بما يجنب انهيار اقتصادياتها حيث تبدأ إدارة الأزمة بالاعتراف بوجود الأزمة ومصارحة الشعوب العربية والإسلامية بها و بأبعادها المنظورة و غير المنظورة و انعكاساتها على الأوضاع الاقتصادية للدول والأفراد على السواء، مع مراعاة البعد عن التهويل أو التهوين من الآثار الاقتصادية لهذه الأزمة!

13 - لقد مثلت الأزمة المالية فرصة للعرب والمسلمين لعرض نظام اقتصادي بديل يستبعد الفائدة الربوية وهي فرصة كذلك للاستقطاب رؤوس أموال عربية هاربة من أسواق المجازفة المالية، وتوطين الاحتياطات النقدية بإخراجها من الأسواق المالية العالمية المضطربة!

❖ علاج الأزمة

1. وقف المضاربات أي المقامرة وبالذات المشتقات.
2. تدخل الحكومات في الاقتصاد على حساب الحكومة الخفية (السوق). وتتعلق بتأميم البنوك وشركات التأمين وذلك بالاستحواذ على نسبة من رأسمال البنوك المتعثرة.
3. اتخاذ إجراء بضمان حد أدنى من الودائع لاستعادة الثقة لدى المودعين والمدخرين.

4. محاسبة المسئولين عن هذه الأزمة في الجهاز المصرفي.
5. تشديد رقابة البنك المركزي على العمل المصرفي وعلى ضخ الائتمان بخاصة.
6. تخفيض البنك المركزي لنسب سعر الفائدة للسماح بتحسين مؤشرات الأسواق المالية.
7. تفعيل السياسة المصرفية بحزم و صرامة، خاصة فيما يتعلق بإدارة السيولة والعائد ومخاطر الائتمان وكفاية رأس المال.
8. فرض المزيد من الضرائب لتعويض العجز في موازنة الدول المتضررة من الأزمة.
9. الاستمرار في ضخ السيولة والعائد في شرايين الاقتصاد حتى لا تنهار أساسيات القاعدة الإنتاجية.
10. التفكير في تطبيق نظام إسلامي بعيد عن سعر الفائدة الربوي والذي يعتمد على الاستثمار الحقيقي وليس القائم على أساس المضاربة.

المبحث الثاني: أنواع المخاطر في سوق الأوراق المالية

إن أحد أهم أسباب المخاطر هو عدم تحقق العائد الذي يندسه المستثمر، أي أنه يتعرض إلى الخسارة نتيجة تضحيته بأمواله لفترة من الزمن، و بغض النظر عن اتجاهات المستثمرين نحو المخاطرة، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، إنما يسعى للمقارنة بين العائد والمخاطرة.

المطلب الأول : أنواع العوائد و المخاطر

تختلف أنواع العائد من حيث المصدر أو الاستثمار الذي يتولد منه، كالعائد على الأوراق المالية مثل : الأسهم والسندات والعائد على المحفظة وعائد صناديق وشركات الاستثمار، وعوائدها قد تكون مؤكدة أو غير مؤكدة.

1- العائد في ظروف التأكد: و فيها يتم الحصول على العائد المعني بصورة شبه مؤكدة كالاستثمار في السندات ذات الدخل الثابت قليلة المخاطر و الأكيدة العائد.

وكمثال نفترض أن مستثمر قام بشراء سندات قيمتها 5000 دينار، تستحق بعد 5 سنوات و سعر فائدة إسمي 10 % ، فإذا كان إهلاك السندات يتم بالطريقة البسيطة ، فما هو معدل العائد على هذه السندات³⁴²؟

$$5000 = 500 \left[\frac{1 - (1+r)^{-5}}{r} \right] + 5000(1+r)^{-5} \Rightarrow r = 8.5\%$$

1- العائد في ظروف عدم التأكد: أحسن مثال على هذا النوع من العائد المتولد من الاستثمار في الأسهم، حيث أن التوزيعات غير مؤكدة في كل سنة و تخضع مسألة التوزيع من عدمه لقرارات الجمعية العامة للمساهمين³⁴³.

فإذا افترضنا أن سعر السهم العادي في السوق الثانوية هو 200 دينار و إذا كان المساهم الذي أقدم على شراؤه يتوقع أرباحا موزعة تقدر بـ 18، 22، 21، 20، 23 دينار للسنوات القادمة 1، 2، 3، 4، 5 على التوالي، ويتوقع بيع السهم في نهاية الفترة بـ 240 دينار، فما هو العائد على هذا السهم العادي³⁴⁴؟

$$200 = \frac{18}{(1+r)} + \frac{20}{(1+r)^2} + \frac{21}{(1+r)^3} + \frac{22}{(1+r)^4} + \frac{23}{(1+r)^5} + \frac{240}{(1+r)^5} \Rightarrow r = 13.2\%$$

3- العائد على المحفظة: هو المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، إذ يحسب العائد المرجح لكل ورقة لضرب عائدها في وزنها في المحفظة، أي أن النسبة الموظفة من الأموال في تلك الورقة مقارنة بمجموع الأموال الموظفة في المحفظة ككل، و عليه إذا كان W_i هو وزن الورقة i في المحفظة و أن r_i هو العائد على نفس الورقة، فإن العائد المتوقع على المحفظة المكونة من n ورقة مالية هو:

³⁴² - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و استراتيجيات، محر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية و آفاقها في ظل العولمة، جامعة سطيف

الجزائر، الطبعة الأولى 2011، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع/عين مليلة، ص 81.

³⁴³ - جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 82.

³⁴⁴ - جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 82.

$$r_p = \sum_{i=1}^n W_n \cdot r_n = w_1 \cdot r_1 + w_2 \cdot r_2 + \dots + w_n \cdot r_n$$

و للتوضيح نفترض المعلومات التالية لمحفظة مكونة من ثلاثة أوراق مالية³⁴⁵:

الورقة	وزن الورقة في المحفظة	العائد المتوقع
1	0.25	0.20
2	0.45	0.10
3	0.3	0.15

$$r_p = \sum_{i=1}^n W_n \cdot r_n = 0.25 * 0.20 + 0.45 * 0.10 + 0.30 * 0.15 = 0.14 = 14\%$$

4- مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال أكثر من نتيجة و المحصلة النهائية غير معروفة، و يقاس هذا الخطر في العادة باحتساب الانحراف المعياري عن النتائج السابقة، إلا أن المؤسسات المالية تواجه أنواعا خاصة بالنظر إلى طبيعة نشاطاتها، فالغرض من المؤسسات المالية هو تعظيم الربح والقيمة المضافة للمساهمين من خلال إدارتها للمخاطر في إطار تقديمها للخدمات المالية³⁴⁶.

لم تحظ ظاهرة المخاطرة بتعريف موحد بين المهتمين بدراستها و تحليلها، حيث اختلفت التعاريف طبقا للبيئة التي ينتمي إليها الباحث و الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه وكذا الزاوية التي ينظر منها إلى ظاهرة المخاطرة، وفي هذا الشأن يمكن ذكر أبرز التعاريف التي وردت بخصوص المخاطرة كما يلي:

4-1- التعريف اللغوي: المخاطر في اللغة مشتقة من خطر بفتح الخاء و الطاء و قد استعملت في عدة معاني منها:

- ✓ مثل الشيء و عدله، ومنه قول الشاعر " في ظل عيش هني ما له خطر " أي ليس له عدل.
- ✓ ارتفاع القدر والمكانة والمترلة: يقال رجل خطير (أي له قدر)
- وفي الحديث عن رسول الله صلى الله عليه وسلم قوله ذات يوم لأصحابه "ألا مشمرٌ للجنة فإن الجنة لا خطر لها" أي لا مثل لها.
- ✓ الاهتزاز: يقال خطر يخطر إذا تبختر، ومنه ما جاء في الحديث " خرج ملكهم مرحب يخطر بسفيه"
- ✓ الرهن: تخاطروا على الأمر: تراهنوا، و خاطرهم: راهنهم.
- ✓ الإشراف على الهلاك: في الحديث " إلا رجل خرج يخاطر بنفسه وماله " أي يلقيها للتهلكة.

345 - جبار محفوظ، المرجع السابق، ص 84.

346 - طارق الله خان، حبيب أحمد: إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة- المملكة العربية السعودية 1423هـ-2003م، ص 28.

ويرجح الباحث المعنى الأخير³⁴⁷

4-2- التعريف الفقهي: وردت بمعان متعددة كالمقامرة والغرر والضمان.

✓ فالمقامرة لأنها تقع على أمر قد يحدث أو لا يحدث.

✓ الغرر لأنها ترتبط بعوامل تدفع إلى عدم اليقين، و التي يمكن أن تتولد عن العلاقة التعاقدية.

✓ الضمان على اعتبار أن الفقهاء يستخدمون الضمان بمعنى تحمل تبعه الهلاك التي تعني المخاطرة.

4-3- التعريف القانوني: احتمالية وقوع حادث مستقبلا أو حلول أجل غير معين خارج إرادة المتعاقدين قد

يهلك الشيء بسببه أو يحدث ضرر منه.

4-4- التعريف الاقتصادي: في هذا الشأن يمكن ذكر أبرز التعاريف التي وردت بخصوص المخاطرة كما

يلي³⁴⁸:

تعد كلمة المخاطرة من المصطلحات الدارجة في حديث الناس اليوم، و يمكن تعريفها بأنها الحالة التي تتضمن

الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة أو احتمال خسارة.

✓ جاء تعريف المخاطرة بأنها الاحتمال الموضوعي لاختلاف الناتج الفعلي عن الناتج المتوقع.

✓ كما جاء تعريف المخاطرة بأنها " حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث انحراف معاكس عن النتيجة المتوقعة

أو المسطرة".

✓ وعرفت كذلك بأنها : عبارة عن توقع الخسارة المصاحبة لحالة عدم التأكد من الأحداث المستقبلية.

ويلاحظ من هذا التعريف بأنه يعطي إطارا تحليليا يبرز العلاقة بين حالة عدم التأكد من ناحية، والخسارة

المرتبة على القرار من ناحية أخرى.

وللوصول إلى تعريف محدد للمخاطرة، فإنه من المناسب تحديد العناصر التي تتشكل منها و التي يمكن إجمالها في

العناصر الموالية:

◀ عنصر عدم التأكد : و الذي هو حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على انعدام المعرفة بما يحدث في المستقبل.

◀ عنصر الخسارة : و الذي يتمثل في احتمال حدوث انحراف معاكس للنتائج المتوقعة أو المرغوب الحصول

عليها.

◀ عنصر قابلية الخطر للقياس : وهذا حتى تسهل عملية تحليل ودراسة المخاطرة وقياس مدى تأثيرها في العملية

الاستثمارية.

³⁴⁷ - موسى عمر مبارك أبو مجييد: مخاطر صيغ التمويل الإسلامي و علاقتها بمقياس رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2 ، أطروحة دكتوراه ،

الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية ، 1429هـ/2008م ، ص 17.

³⁴⁸ - محمد براق - الجودي طاووري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، مجلة دراسات اقتصادية ، مجلة دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث و

الاستشارات و الخدمات التعليمية، دار الخلدونية للنشر و التوزيع ، القبة/ الجزائر ، ص 28.

وبناء على العناصر السالفة الذكر يمكن تعريف المخاطرة بأنها حالة عدم التأكد التي تصاحب تحقق نتائج غير مرغوب فيها و تؤدي إلى حدوث خسائر مادية قابلة للقياس.

وكثيرا ما يتم الخلط بين مفهومي المخاطرة و عدم التأكد على لهما نفس المعنى، والواقع ليس كذلك فعدم التأكد وضع متعلق بعدم معرفة مختلف النتائج المتوقعة، بينما تعبر المخاطرة عن إمكانية تقدير النتائج الممكن حدوثها³⁴⁹.

ومن الملاحظ أن مخاطر الأسهم أعلى من مخاطر السندات، باعتبار أن العوائد الناجمة عن الأسهم غير مضمونة وغير متوقعة مسبقا، بينما العوائد من السندات تكون مضمونة نسبيا.

المطلب الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن المخاطر التي تنطوي عليها الأسهم والسندات تتفاوت فيما بينها حيث أن الأوراق المالية التي تصدرها الدولة تكاد تكون خالية من المخاطر خاصة السندات طالما يوجد احتمال عدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق. أما الأوراق المالية غير الحكومية وخاصة الأسهم فإن الخطر فيها يعتبر عنصرا مؤثرا في اتخاذ قرار الاستثمار وهو ما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تتصف بها الأوراق المالية حتى يتمكن المستثمر من تحديد نوع الأوراق المالية التي يمكن التخلي عنها أو إدخالها في محفظته الاستثمارية.

و هناك طرق عديدة لتقسيم المخاطر، إحدى هذه الطرق هي التفريق بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المنشأة و تتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق.

أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا يستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

وثمة طريقة أخرى لتقسيم المخاطر بين مخاطر عامة و أخرى خاصة فالأولى ترتبط بأحوال السوق أو الاقتصاد عامة بينما تتصل الثانية بالمنشأة بعينها أو بنوع معين من الأصول، وبينما يمكن التحكم في آثار المخاطر الخاصة بأصل محدد من خلال كبر و تنوع المحفظة الاستثمارية لا يمكن ذلك الإجراء بالنسبة للمخاطر العامة، غير أن بعض من مكونات هذه المخاطر العامة في حكم المقدور عليه لتخفيف آثارها و استخدام أساليب لتحويلها³⁵⁰.

³⁴⁹ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 26.

³⁵⁰ - طارق الله خان، حبيب أحمد: مرجع سبق ذكره، ص 29.

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية إلى جملة من المخاطر منها نظامية و التي لا يمكن تجنبها و مخاطر غير نظامية و التي يمكن تجنبها أو التقليل منها، إضافة إلى مخاطر الأعمال و المخاطر المالية، و مخاطر أخرى مرتبطة بالسوق و مخاطر مرتبطة بالعمل، وها هي مناقشة لطبيعة بعض هذه المخاطر³⁵¹:

1- المخاطر المنتظمة: و هي المخاطر التي تؤثر على السوق ككل دون استثناء أي بمعنى آخر هي مخاطر عامة شاملة على جميع الأسهم و قد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية كتغير سعر الفائدة و التضخم أو بسبب الظروف السياسية كالأضرار و الحروب أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل و لا يمكن تفادي المخاطر بأي طريقة من الطرق و إنما من الممكن تحديد مصادر المخاطر المنتظمة من³⁵²:

1-1- مخاطر السوق : Market Risk

تعتبر الأدوات و الأصول التي يتم تداولها في السوق مصدرا لهذا النوع من المخاطر التي تأتي إما لأسباب متعلقة بالتغيرات الاقتصادية الكلية أو نتيجة لتغير أحوال المنشآت الاقتصادية³⁵³، فالسوق يتأثر بعوامل مختلفة كالمضاربة في الأوراق المالية و التغيرات السياسية و الحروب و غيرها و هذه العوامل تؤثر على سلوك المستثمر حيث ينقل هذا السلوك إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير و يتأثر السوق في ذلك مما يدفع السوق على حالات الحركة ارتفاعا أو ركودا في حجم التداول حيث تكون الأسعار مرتفعة في حالة ارتفاع حجم التداول و تكون منخفضة في حالة الركود في حجم التداول و الكساد، و هذه المخاطرة يتأثر فيها المستثمر و تكون عوائده من الاستثمار غير مستقرة .

و يمكن تفادي هذه المخاطر بواسطة قيام المستثمر في التوقيت السليم بعملية الشراء أو البيع، يشتري المستثمر الورقة المالية عندما يكون السوق في حالة ركود و تكون الأسعار منخفضة و يبيع المستثمر في حالة حركة السوق و ارتفاع حجم التداول مع ارتفاع الأسعار، أي عندما تكون الأسعار عالية. بالإضافة إلى ذلك فإن هناك مخاطر للسوق كالحروب و اضطرابات العمال و الزلازل و غيرها من المخاطر التي تقع على كافة السوق و هذا ما يعرف بالمخاطر المنتظمة التي يصعب السيطرة عليها أو تفاديها. و من أمثلة المخاطر السوقية ما يلي³⁵⁴:

- ◀ الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963 بعد اغتيال الرئيس الأمريكي كينيدي، حيث حصلت عمليات بيع الأوراق المالية بشكل هستيري.
- ◀ الانهيار الكبير الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية بتاريخ 19 أكتوبر 1987 و هو ما عرف بيوم الاثنين الأسود.

351 - للمزيد من التفصيل عن أنواع المخاطر إرجع إلى الفصل الأول ، ص 77-80.

352 - غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن، الطبعة الثانية 2003 ، ص 77 ، 78.

353 - طارق الله خان، حبيب أحمد: مرجع سبق ذكره، ص 21.

354 - محمد براق - الجودي طاوطني، مرجع سبق ذكره ص 34.

◀ ما حدث في فرنسا في سنتي 1978 و 1981. ففي 1978 جرت الانتخابات التشريعية و خسرتها الأحزاب اليسارية و كنتيجة لذلك سجل ارتفاع كبير في أسعار الأوراق المالية لم تشهده بورصة باريس من قبل (قدر بـ 9 % في يوم واحد) وارتفع الطلب على تلك الأوراق بصورة ملحوظة و عجزت السلطات المالية في بورصة باريس عن تلبيةه كليا و تم تأجيل التعامل بعدد كبير منها. وفي جوان من سنة 1981 جرت الانتخابات الرئاسية الفرنسية و فاز بها الاشتراكيون آنذاك. كنتيجة لذلك عرفت البورصة الفرنسية ارتباكا شديدا أدى إلى غلقها لمدة يومين و سجل مؤشرها انخفاضا هائلا و عرفت الأسعار انخفاضا كبيرا وصل معدله إلى 30 %³⁵⁵.

1-2- مخاطر تغير معدل الفائدة: Interest rate

عند رفع معدل الفائدة سيتوجه قسم من المبلغ المستثمر في الأوراق المالية إلى حساب التوفير و ذلك بسبب ارتفاع معدل العائد عليه وبدون مخاطرة تذكر، كذلك إذا ارتفع معدل الفائدة على السندات سيتوجه جزء من رأس المال المستثمر إلى السندات مما يقلل الطلب على الأسهم، وهذا بدوره يجعل أسعار الأسهم متدنية.

1-1-3 مخاطر التضخم: Inflation rate

تغير معدل التضخم هو التغير في القوة الشرائية للعملة فإذا كان معدل التضخم مرتفعا فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، وهذا ينعكس سلبا على السندات، فيتوجه المستثمر إلى تصفية استثماراته في السندات و توجيهها إلى أوراق مالية أكثر ربحية، وذلك من أجل تغطية نسبة ارتفاع معدل التضخم لذلك يتجه قسما كبيرا نحو الاستثمار في الأسهم، لأن السهم يعتبر حصة في الشركة وهذه الشركة مكونة من أصول حقيقية تمثل سلعة أو خدمة سترتفع قيمتها السوقية وهذا انعكاس ايجابي آخر على الاستثمار في الأسهم.

2- المخاطر غير المنتظمة:³⁵⁶ وهي عبارة عن المخاطر المنفردة التي تقع على شركة محددة يتأثر فيها سعر السهم انخفاضا، ويمكن تفادي هذه المخاطر من خلال الإدارة الكفؤة، و أهم طريقة لتفادي المخاطر الغير منتظمة هو التنويع في الاستثمار و توزيع رأس المال على عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة أو بواسطة تحسين كفاءة الإدارة أو جودة القوانين و اللوائح التي تقلل من وجود أخطاء، ويمكن حصر مصادر المخاطر الغير منتظمة في :

1-2- المخاطر الصناعية : وهي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة و ظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الصناعة على منافسة جودة الصناعات الأخرى.

2-2- مخاطر سوء الإدارة : وتأتي هذه المخاطر من القرارات الإدارية الخاطئة، علما بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة و تحقيق الأرباح و هذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق

³⁵⁵ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى

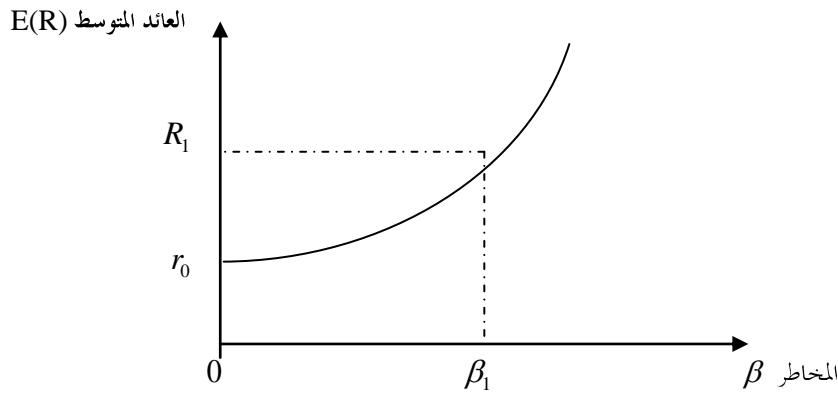
2011، عين مليلة، الجزائر، ص 445.

³⁵⁶ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 79.

الأوراق المالية ويعتبر من مخاطر سوء الإدارة التي تقوم المشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تقع داخل الشركة كإضرابات العمال.

2-2- المخاطر المالية : هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة ³⁵⁷، وتعرف بمخاطر الرافعة المالية وتنبع هذه المخاطر عندما تعتمد الشركة على تمويل أنشطتها بالقروض بشكل مفرط. تشير هذه المخاطر إلى حجم المديونية المرتفعة مقارنة بحقوق الملكية فكلما زاد حجم المديونية زادت المخاطر المالية، فإخفاق الشركة في مواجهة هذه الالتزامات يؤدي إلى إفلاسها، ويمكن معرفة حجم المديونية مقارنة بإجمالي الأصول أو حقوق الملكية، كما يمكن للمستثمر تدنية المخاطر المالية بالاستثمار في الشركة ذات المديونية المنخفضة ³⁵⁸.

و في الأخير يمكن التعبير عن العلاقة الطردية بين العائد و المخاطر في الشكل البياني التالي:



المصدر : جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011، عين مليلة، الجزائر، ص 75.

حيث : r_0 العائد على الأصل الخالي من المخاطر (سندات الخزينة مثلا حيث بيتا = 0) مستوى نعين من المخاطر.

3- سلوك المستثمر اتجاه المخاطرة: إذا كان أمام المستثمر بديلين استثماريين بنفس المستوى من العائد فإنه حتما يختار الأقل مخاطرة، أما إذا كان أمامه بديلين من نفس المستوى من المخاطر فهو حتما يختار البديل ذو العائد الأعلى، ووفقا للعلاقة الموجودة بين العائد و المخاطرة نميز بين ثلاثة أنماط من المستثمرين ³⁵⁹:

3-1- المستثمر المتحفظ : و هو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه ويكون حساسا جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وعادة ما نجد هذا النمط عند كبار السن وذوي الدخل المحدود.

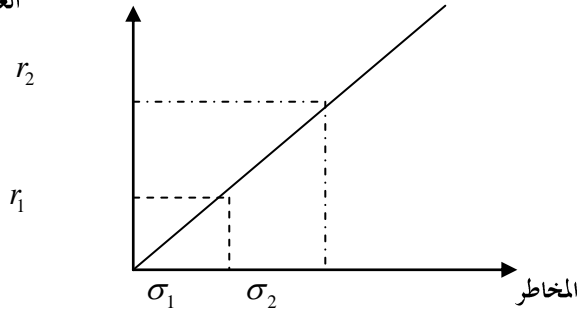
شكل 39 : حالة بغض المخاطرة

³⁵⁷ - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر و التوزيع، عمان /الأردن، 2009، ص 188.

³⁵⁸ - عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 198.

³⁵⁹ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 101-103.

العائد المطلوب (المتوقع)

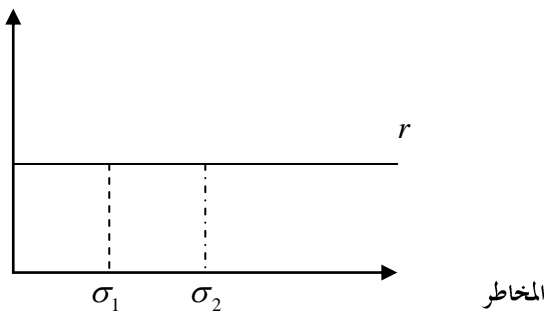


المصدر: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011، عين مليلة، الجزائر، ص. 102

3-2- المستثمر المضارب: وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية وتكون حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متدنية، و يكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد، وتمثل هذه الفئة في صغار السن والمسؤولين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

الشكل 40: حالة عدم الاكتراث بالمخاطر

العائد المطلوب (المتوقع)

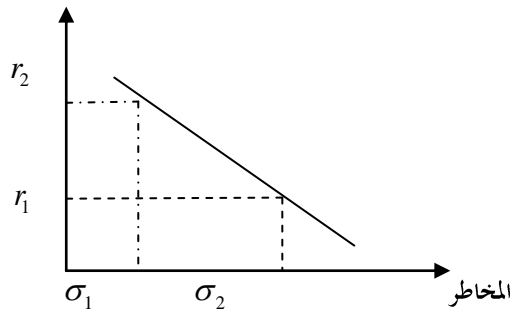


المصدر: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011، عين مليلة، الجزائر، ص. 102

3-2- المستثمر المتوازن: و هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد و المخاطرة بقدر متوازن، و هكذا تكون حساسيته اتجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ القرارات الاستثمارية بعناية مدروسة و يندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

الشكل 41: حالة بغض المخاطرة

العائد المطلوب (المتوقع)



المصدر: جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011، عين مليلة، الجزائر، ص 103.

المطلب الثالث: مخاطر استخدام أدوات المشتقات في التحوط ضد الأخطار

نظرا لما انطوي عليه استخدام أدوات المشتقات من مخاطر لذلك فإن استخدامها كأداة للتحوط ضد المخاطر كان مدعاة لانتقادات عنيفة من جانب العديد من الكتاب³⁶⁰.

1- المخاطر الائتمانية: هي المخاطر المتمثلة في الخسائر الناتجة عن نكوص أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات المالية و قد أصبحت مخاطر الائتمان مصدر قلق وإزعاج للمتاجرين في المبادلات والمشتقات في السوق الغير رسمية.

2- مخاطر السيولة

أما مخاطر السيولة liquidity Risk فتتحقق عند عدم تمكن البائع من الحصول على ثمن الأوراق محل التعاقد في موعدها مما قد يضطره إلى الاقتراض أو تسهيل Liquidating بعض أصوله حتى يتمكن من مقابلة التزاماته اتجاه الغير، وكذلك يتعرض الشاري لذات المخاطرة عند قيامه بالوفاء بثمن الأوراق التي تعاقد على شرائها دون أن يتمكن من حيازة الأوراق المتعاقد عليها في موعدها، في هذه الحالة قد يضطر إلى اقتراض الأوراق محل العقد أو الدخول في عقد جديد.

3- مخاطر الإحلال:

أما مخاطر الإحلال Replacement Risk فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقا، و هو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى يتمكن من الوفاء بالتزاماته اتجاه الغير مع تحمله لخسائر جسيمة و التي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.

4- مخاطر تشغيلية:

تنشأ المخاطر التشغيلية Operation Risk من خلال عمليات التسوية و المقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية و المقاصة بكفاءة عالية الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق، لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.

5- مخاطر قانونية:

وترجع هذه المخاطرة Legal Risk إلى كون هذه العقود ليست ملزمة قانونا و بمعنى آخر ليس لها قوة التنفيذ وتصبح عملية الالتزام أكثر صعوبة إذا كانت العقود دولية.

³⁶⁰ - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، ص 331-338.

6- مخاطر سوقية:

ذلك أن كل تغير في حركة الأسعار في السوق النقدية (أو الحاضرة) يقترن بتغير مماثل في أسواق العقود المستقبلية باستثناء الفوارق الطفيفة في الأسعار الناتجة عن حساسية السوق، وهذا بدوره يؤدي إلى إضعاف المركز المالي للمنشأة والناشئ عن مركزها في المشتقات.

7- التقليل من فعالية السياسة النقدية

فأحد الانتقادات الموجهة للمشتقات أنها تسمح لرجال و مؤسسات الأعمال بالتوسع في استخدام الرفع المالي و طلب القروض و تجاهل القيود التي تفرضها سياسة النقد العالي *Tight or Dear money policy* باعتبارها سياسة انكماشية تستهدف الحد من التوسع في منح الائتمان و أن استخدام المشتقات يسمح للمقترضين بتأجيل أو إرجاء *to defer* تأثير أسعار الفائدة واستمرارهم في التوسع في أنشطة الاقتراض بما يتعارض مع السياسات التي تقررها السلطات النقدية.

8- تحرك السعر في الاتجاه العكسي للتحوط

إن احتمال تحرك سعر الأصل، أو السلعة أو أسعار الصرف، أو أسعار الفائدة في غير الاتجاه الذي تم التحوط له، أي في الاتجاه العكسي للتحوط أمر وارد، و هو الأمر الذي يعني أن التحوط قد يكون مجلبة للربح، كما قد يكون مجلبة للخسارة.

9- المخاطر الكمية

لو افترضنا أن مزارعا يرغب في تثبيت السعر *to lock in price* الذي سوف يباع به المحصول الذي لم يحصد بعد، المزارع قد يبيع عقدا مستقبليا و حينئذ ينشئ سعرا مستقبليا للمحصول، و لكن مالا يعرفه المزارع ولا يستطيع أن يتحوط له هو عدم العلم أو التنبؤ أو التأكد من حجم المحصول.

و هكذا قد يتحول إلى بائع على المكشوف، و قد لا تعوضه تقلبات الأسعار عن الأضرار التي يمكن أن

تحيط به فيما يعرف بـ *Squeezing the shorts* المكشوف.

و هنا يتوقف هذا المزارع قبل عملية التحوط متسائلا *to hedge or not to hedge* وهو ما يؤكد أن التحوط يمكن أن يضاعف من المخاطر الكلية *increase thus the hedge actually can the overall risk* وأن التحوط قد لا يكون هو الإستراتيجية الصحيحة للتعامل مع المخاطر غير المرغوب فيها.

10- إن انهيار أحد البنوك بسبب المتاجرة في المشتقات قد يؤثر تأثيرا جوهريا على النظام المصرفي الدولي كله.

11- إن من يشتري عقد خيار شراء *Call Option* أو عقد الحد الأقصى لسعر الفائدة *Cap* تكون خسارته محدودة بقدر ثمن الخيار الذي يدفعه، أو ثمن شراء عقد السقف *Cap* الذي يدفعه للطرف الثاني، بينما من يكتب عقد الخيار أو يبيع الحد الأقصى للفائدة خسائر غير محدودة و المخاطرة قد تكون جسيمة.

12- يقر أغلب الكتاب الغربيين أن أدوات المشتقات من جنس الرهان، فقد ذهب Elton Gruber إلى القول " إن العقود المستقبلية و عقود الخيارات إنما تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية أو حزمة من هذه الأوراق".

وذهب اتحاد المصارف العربية إلى القول:

" إن عمليات الخيار من قبيل الرهان و القمار الحقيقي و هو علم له أصوله و فنونه و لابعوه و نتائجه"
13- ذهب عدد كبير من الكتاب إلى أن عقود المشتقات من عقود القمار، فذهب "بيتر دراكر" إلى القول: " إن المنتجات التي ظهرت خلال الثلاثين عاما الماضية كانت في الغالب مشتقات مالية، زعموا أنها علمية ، لكنها في حقيقة الأمر لم تكن أكثر علمية من أدوات القمار في " لاس فيجاس" أو " مونت كارلو" . بل وذهب بعض الكتاب في انتقاداتهم للمشتقات إلى أن المتعاملين في هذه الأسواق قد وصفوا بأهم أكثر من مقامرين.

وذهب البعض في إدانة هذه الأدوات ووصفها بأنها من قبيل القمار المقنن إلى القول:

"إنه لن يكون بالوسع الإفلات من النقد الموجه إلى عقود الخيار و العقود المستقبلية بأنها تسهم في رعاية القمار المقنن"

' Future and options markets probably will never escape the criticism that they foster legalized gambling '

بل أعلن " جورج سوروس" أن بعض أدوات المشتقات قد تم تصميمها خصيصا لتمكين المؤسسات الاستثمارية من المقامرة، و أنه لم يكن بوسع هذه المؤسسات ممارستها قبل السماح لها بذلك.

14- ليس هناك ما هو أدحض في الدليل من أن تكون أرباح أحد الأطراف تمثل خسارة الطرف الآخر one investor's gains are another's losses .

15- إن أسواق العقود المستقبلية و الاختيارات قد لعبت دورا مدمرا في إحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في 19 أكتوبر 1987 ، و الذي كان أشد سوءا من أحداث الانهيار الذي اجتاحت هذه الأسواق عام 1929.

16- إن النحوظ ضد المخاطر لا يترتب عليه درء المخاطر أو حتى تقليلها بل تظل باقية على ما هي عليه، و إنما ينصرف الأمر إلى مجرد تحويل المخاطرة من شخص أو الجهة لا ترغب في تحملها إلى الشخص أو الجهة التي تسعى في طلبها و تبذل الأموال لزيادتها، و ما ينطبق على المشتقات هنا ينطبق أيضا على التأمين ضد حوادث السرقة، والحريق، والكوارث الطبيعية وتأمين النقل البحري والجوي والبري، والتأمين ضد مخاطر المسؤولية المدنية للأطباء، والصيدلة والمحامين.

17- انتهينا من خلال هذا البحث إلى أن صناعة المخاطر قد تم ولوجها إلى ساحة المعاملات الدولية، و أن الذي قام بصناعة أدواتها هي مراكز البحث و الابتكار و المهندسون الماليون، و أن الذي قام بصناعة أدوات

التحوط ضد هذه المخاطر هي ذات الجهات. و قد كان ذلك سببا في توجيه النقد العنيف إلى هذه الأدوات من قبل العديد من الكتاب و الذين انتهوا إلى أن : " العديد من الابتكارات المزعومة ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى *Giant fad* مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية لأنها تترقب من وراء هذا النشاط الضخم أرباح وفيرة"

18- ليس هناك ما هو أدل على زيف الأدوات التي قدمتها مراكز البحث و الابتكار و أهما من جنس الرهان و القمار و أن هذه الأدوات تنطوي على مخاطر جسيمة تضر بالمؤسسات المالية و القوى الإنتاجية.... ليس هناك ما هو أدل على ذلك من عدم السماح للأمريكيين بالتعامل في أسواق العقود المستقبلية على أوراق الشركات الأمريكية، أما غير الأمريكيين فقد تم تقديم كافة التسهيلات لهم من خلال مد عدد ساعات العمل لتغطية فروق التوقيت في مختلف بقاع المعمورة.

19- من خلال تناولنا لأدوات المشتقات خلال رحلة البحث و دور هذه الأدوات في التحوط ضد المخاطر أثبتنا عدم جدوى التحوط، و أنه قد ينطوي على خسارة، و أن عدم التحوط قد يكون أجدر من التحوط فضلا عن أنه إذا ما ثبت أن هذا التحوط كان فيه مجلبة لمصلحة أو منفعة فإنه ينطوي في ذات الوقت على مخاطرة للطرف الآخر، فما كان ربحا لأحد الأطراف فهو خسارة الطرف الآخر وهو ما لا يتحقق إلا في عقود القمار.

المطلب الرابع : طرق قياس المخاطرة

تعتبر المخاطر من المواضيع التي من الصعب قياسها، و أقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت *variance* حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد، بالإضافة إلى أن التشتت يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري *Standard deviation* و هو عبارة عن الجذر التربيعي للتشتت، ويعتبر التشتت و الانحراف المعياري أفضل معيار لقياس المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر السهم الواحد. أما المخاطر المنتظمة و هي المخاطر العامة و التي تقع على السوق ككل فيمكن قياسها بواسطة بيتا " Beta "، لذا يمكن تحديد معايير قياس المخاطر بالآتي:

1- التشتت والانحراف المعياري:

يعني التشتت لمجموعة من المفردات (المتغيرات) ، بعد المتغيرات عن المعدل العام، ويشير التشتت إلى اختلاف أو انتشار البيانات و أهم مقاييس التشتت هي: ³⁶¹

- الانحراف المتوسط
- التباين
- الانحراف المعياري

1-1- الانحراف المتوسط :

$$AD = \frac{\sum_{i=1}^n |x_i - \bar{x}|}{n}$$

و يحسب بواسطة المعادلة الرياضية التالية:

حيث يشير الخطان الرأسيان إلى استخدام القيمة المطلقة للانحراف، أي القيمة الموجبة للانحراف.

1-2- التباين: σ^2 (Variance)

و يرمز له بالرمز σ^2 (سيحما اليوناني) و يحسب كما يلي:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}$$

غير أنه يؤخذ على التباين كونه يقاس بوحدة نقدية مربعة كالدينار المربع أو الدولار المربع، حيث نتج هذا المشكل من تربيع الفرق $(R_e - r_i)$ ، و هذه الوحدة النقدية لا معنى لها من الناحية الاقتصادية لهذا نقوم بإيجاد الجذر التربيعي للتباين الذي يعرف بالانحراف المعياري ³⁶².

1-3- الانحراف المعياري: *Standard deviation* أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين

³⁶¹ - دومنيك سالفاتور، نظريات و مسائل في الإحصاء و الاقتصاد القياسي، ترجمة سعدية حافظ مناصر، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون /الجزائر،

ص 19.

³⁶² - جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، ص 111.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

ولتوضيح كيفية حساب هذه المقاييس نفترض عوائد الأسهم الخاصة بالشركة (X) خلال فترة ستة سنوات كانت كما يلي:

الفترة	عائد السهم X_i	\bar{x}	$(x_i - \bar{x})$	$(x_i - \bar{x})^2$
2005	35	15	20	400
2006	3	15	-12	144
2007	15	15	0	0
2008	2	15	-13	169
2009	11	15	-4	16
2010	24	15	9	81

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n} = \frac{810}{6} = 135$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n}} = \sqrt{135} = 11.62$$

وعلى الرغم من دقة الانحراف المعياري في المقارنة بين البدائل الاستثمارية، إلا أنه إذا لم تكن مقاييس التزعة المركزية، أي المتوسط الحسابي \bar{x} و المنوال M_0 و الوسيط M_0 متساوية فإنه عادة ما يتم اللجوء إلى معامل الاختلاف³⁶³.

1-3- معامل الاختلاف: الانحراف المعياري مقياس مطلق لتذبذب أو تشتت الظاهرة محل الدراسة و بالتالي فهو مقياس مطلق لقياس المخاطر، لهذا يستحسن استخدام معامل الاختلاف إذا لم تكن مقاييس التزعة المركزية الأخرى متساوية.

كما يفضل استعمال معامل الاختلاف للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية إذا كان العائد المتوقع مختلفا من بدليل لآخر، أما في حالة تساوي العائد المتوقع في البدائل المتاحة فإن معامل الاختلاف يؤدي دور المفاضلة بين

³⁶³ - جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، ص 113.

البدائل بنفس الكمية و الدقة في حالة استخدام الانحراف المعياري، و يحسب معامل الاختلاف باعتباره مقياسا

$$CV = \frac{\sigma}{r_i} \text{ أو } CV = \frac{\sigma}{\bar{x}} :^{364}$$

نسبيا للتشتت كما يلي فإذا اختلف العائد المتوقع أو المتوسط من مشروع إلى آخر فإن معامل الاختلاف يصبح أدق من الانحراف المعياري في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية. و يقيس معامل الاختلاف مستوى المخاطرة لكل وحدة نقدية من ذلك العائد.

ولنفترض الآن المعلومات التالية عن استثمارين كما يلي:

البيان	الاستثمار "أ"	الاستثمار "ب"
العائد المتوقع	18 %	10 %
الانحراف المعياري	14 %	12 %
معامل الاختلاف	0.78	1.2

فلو اعتمدنا على معيار معامل الانحراف المعياري في المفاضلة بين الاستثمارين أ و ب يتم اختيار الاستثمار "ب" ذو الانحراف المعياري الأقل 12 % على اعتبار أن المخاطر أقل، أما بالاعتماد على معيار معامل الاختلاف حتما سيفضل المستثمر المشروع "أ" حيث جاء معامل الاختلاف مساويا لـ 0.78 مقابل 1.2 للمشروع ب. و بالتالي فإن الاستثمار الأول أقل خطرا من الثاني. "جبار محفوظ، ص 114"

2- بيتا "Beta" : بيتا و هي سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد، حيث تختلف من سهم إلى آخر و كل سهم له بيتا تقيم سرعة تأثير هذا السهم و مقدار تأثيره في مخاطر السوق و هي المخاطر العامة، وقد طور هذا المعامل *Sharpe* من خلال معادلة خط الانحدار أو التحليل الإحصائي *Regression Analysis* حيث تم تطبيق هذه المعادلة على سلوك السهم في السوق وذلك باستخدام المعادلة التالية³⁶⁵:

$$\Delta y = b + ax + c$$

حيث أن :

Δy : معدل التغير في العائد على الاستثمار المتوقع من السهم أو المحفظة الاستثمارية.

x : معدل عائد السوق أو متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية.

a : مقدار ثابت و هي نقطة تقاطع خط الانحدار مع المحور العمودي.

c : معامل خطأ المعادلة الناتج عن عدة متغيرات تؤثر على معدل عائد السهم و معدل عائد السوق.

³⁶⁴ - جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، ص 113/114.

³⁶⁵ - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، 83-90.

b : تمثل درجة حساسية السهم أو المحفظة للمخاطر السوقية فإذا زاد (b) يزيد معدل التغير في عائد السهم حيث نلاحظ أن معدل عائد السهم يعتمد على درجة التغير في (b) .

* حيث يرى بعض الباحثين إمكانية اختصار المعادلة السابقة إلى: $b(\Delta x) = \Delta y$

أي أن التغير في معدل عائد السهم أو المحفظة يعتمد على معامل (b) و كذلك التغير في معدل عائد السوق. لهذا اعتبرت بيتا أفضل مقياس لقياس مخاطر السوق والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية و لكن بنسب متفاوتة، لهذا هناك قيمة بيتا لكل سهم.

ويمكن قياس بيتا بالطرق التالية :

بيتا السهم = التغير ما بين عائد السهم و عائد السوق / تشتت عائد السوق

$$BJ = \frac{Cov.(R_i, R_m)}{Var(R_m)} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{n-1}}{\sum_{i=1}^n \frac{(y_i - \bar{y})^2}{n}}$$

حيث أن :

B_j : بيتا السهم

Cov : أو التغير ما بين عائد السهم و السوق

X_i : عائد السهم

Y_i : عائد السوق

\bar{X} : معدل عائد السهم

\bar{Y} : معدل عائد السوق

و لتوضيح كيفية حساب التغير ($Covariance$) نفترض العوائد التالية الخاصة بالشركة X و عوائد البورصة Y .

السنة	عائد أسهم الشركة X_i	عائد البورصة Y_i	$(x_i - \bar{x})$	$(y_i - \bar{y})$	$(y_i - \bar{y})^2$	$(y_i - \bar{y})(x_i - \bar{x})$
2002	15	30	0	10	100	0
2003	19	35	4	15	225	60
2004	5	16	-10	-4	16	40

96	64	8-	12-	12	3	2005
60-	36	6-	10	14	25	2006
45-	9	3-	15	17	30	2007
4	1	1-	4-	19	11	2008
9	9	3-	3-	17	12	2009
104	460	0	0	155	119	Σ

$$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n} = \frac{120}{8} = 15 \dots \dots \bar{y} = \frac{\sum_{i=1}^n y_i}{n} = \frac{155}{8} = 20$$

$$Covariance = \frac{104}{7} = 14.857$$

و لحساب مخاطر السوق " بيتا " نحسب أولا تشتت السوق أو التباين:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}{n} = \frac{460}{8} = 57.5$$

$$BJ = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sum_{i=1}^n \frac{(y_i - \bar{y})^2}{n}} = \frac{14.857}{57.5} = 0.258$$

و تمثل بيتا درجة حساسية السهم لمخاطر السوق.

و الطريقة الثانية لإيجاد بيتا هي ³⁶⁶:

بيتا = (الانحراف المعياري للسهم / الانحراف المعياري للسوق) * معامل الارتباط بين السهم و السوق

$$Bj = \frac{STDi}{STDm} * rim \text{ : أو باختصار}$$

³⁶⁶ - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره ، ص 87.

المبحث الثالث : المحافظ الاستثمارية و إدارة الخطر

المحفظة الاستثمارية تعبير يطلق على مجموعة الأصول المختلفة التي يملكها الفرد سواء كانت تلك الأصول تمثل أصول، عقارات أو أراضي أم أسهما و سندات، أو أية أصول أخرى كالذهب و السلع المختلفة، وهذا مفهوم موسع للمحافظ الاستثمارية، أما مفهومها المتخصص فيقتصر على الاستثمار بالأوراق المالية كالأسهم و السندات.

المطلب الأول: المخاطر والتنوع في المحافظ الاستثمارية

عندما يمتلك أحد المستثمرين مجموعة من الأوراق المالية تنتمي كلها إلى مصدر واحد فإن كلا من العائد و المخاطرة لهذه الأوراق في مجموعها يأخذ الاتجاه و المستوى نفسه لكل منها على حدى. أي إذا كانت المحفظة مكونة من نوع واحد من الأسهم فإن جميع الأسهم تأخذ نفس الاتجاه فيما يخص العائد و المخاطرة. أيضا إذا كانت هذه الأوراق المالية تمثل أسهما لشركات متعددة و لكنها تزاوّل نوع النشاط نفسه، فإن العائد و المخاطرة لهذه الأسهم في مجموعها يقترب جدا من العائد و المخاطرة لكل سهم على حدة. ويعني هذا أنه إذا ارتفع العائد أيضا لمجموع الأسهم و العكس صحيح، و إذا زادت المخاطرة لسهم معين ارتفع العائد أيضا لمجموع الأسهم و العكس صحيح. ومن هنا تظهر أهمية تنوع الاستثمارات و عدم تركيزها في نوع واحد أو أنواع محدودة.

1- التنوع في المحافظ الاستثمارية

يعد قرار المزج أو تنوع المحفظة الاستثمارية من القرارات الإستراتيجية لإدارة المحفظة الاستثمارية لأنه يأخذ بعين الاعتبار كل الظروف المحيطة بالأدوات الاستثمارية المختارة، كما أنه يجب أن يتطلع إلى اتخاذ قرارات التعديل أو التغيير لهذه الأدوات خلال فترة الاحتفاظ فيها و أن يكون هذا التعديل في الوقت المناسب أي اتخاذ قرار الشراء و البيع في الوقت المناسب و حسب الظروف الاقتصادية و السياسية و المالية للبيئة المحيطة بالمحفظة الاستثمارية استنادا إلى المؤشرات و عمليات التحليل، و نستطيع القول أن التنوع هو الخطوة الأولى التي على أساسها يتم بناء محفظة استثمارية.

إن مبدأ عملية التنوع يقوم على أساس تعدد و تنوع المحفظة من أدوات و جهات مصدرة للأوراق المالية و من حيث الشركات أو القطاعات أو المجالات الاستثمارية المحلية و الدولية و أن هذا التنوع يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار و إلى انخفاض درجة المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة الاستثمارية و خاصة المخاطر غير المنتظمة.

2- التنوع الساذج

ويطلق عليه أيضا التنويع البسيط Simple Diversification وهو يقوم على فكرة عدم وضع البيض كله في سلة واحدة و تفسير ذلك أن المستثمر إذا ركز استثماراته في نوع واحد من الأوراق المالية، على سبيل المثال : أسهم شركة واحدة أو أكثر من شركة تزاوول نوع النشاط نفسه ثم تعرضت هذه الشركة أو ذلك النشاط لخسائر فإن المستثمر سوف يتعرض لخسائر ضخمة قد لا يتمكن من مواجهتها. أما إذا حرص المستثمر على أن تحتوي محفظة استثماراته على أنواع متعددة من الأوراق المالية فان الخسائر التي قد تنتج من نوع معين يمكن أن يعوضها الربح المحقق من الأنواع الأخرى أي أن ذلك التنويع يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية لمحفظة الاستثمار³⁶⁷.

إن عملية التنويع العشوائي أو الساذج تؤدي إلى إفراز عدد من الصعوبات و السلبيات في عملية التنويع نفسها قد تكون في نتائجها ليس في صالح المحفظة و هذه العناصر هي:

2-1- صعوبة إدارة المحفظة:

إن الإدارة الجيدة للمحفظة تعتمد على الخبراء من الكفاءات العالية و أن تعدد الأصول والأدوات وتنوع أشكالها وقطاعاتها يتطلب متابعة ومراقبة مستمرة من المتخصصين في جميع الأعمال والأنشطة والقطاعات والرقابة المستمرة على أعمال الشركات المصدرة لهذه الأدوات مما يزيد من صعوبة القيام بعمليات التحليل و يرفع من كلفتها و بالتالي تصبح عملية التنويع غير مجدية لأن ارتفاع التكاليف يؤدي إلى تقليل العائد جراء عملية التنويع نفسها.

2-2- إن ارتفاع عدد الأدوات الاستثمارية يتطلب قيام إدارة المحفظة بالبحث بصورة مستمرة عن أدوات استثمارية جديدة بمواصفات مختلفة و تحليل هذه الأدوات ودراستها و تقييمها مما يؤدي إلى كلفة إضافية على المحفظة.

2-3- ارتفاع متوسط كلفة الشراء: إن مفهوم التنويع الساذج قد تؤدي إلى عدم إمكانية إدارة المحفظة على التركيز عند اتخاذ القرار بسبب عدم وجود خبرات لديها في كل القطاعات الإنتاجية ومختلف الأدوات الاستثمارية التي تحتفظ فيها داخل المحفظة.

فعلى سبيل المثال إن المنطق العلمي لإدارة المحفظة الاستثمارية يعزز التوجه لرفض تنويع المحفظة من أسهم شركة الحسابات مع أسهم شركة الاتصالات، و الدليل هو ارتفاع أو انخفاض معدل العائد بين أسهم هاذين القطاعين إذ أن اتجاههما نحو الارتفاع يكون في الوقت نفسه وكذلك الحال عند الانخفاض يكون في اتجاه واحد مما يفرغ عملية التنويع من أهدافها.

³⁶⁷ - مروان شوط، كنجو عبود: مرجع سبق ذكره ص 254/255.

ومن خلال العرض أعلاه يتبين بأن درجة المخاطر على أصول المحفظة الاستثمارية ترتفع عندما تكون العوائد بمعامل ارتباط موجب و تنخفض درجة المخاطر عندما تكون العوائد بمعامل ارتباط سالب مما يعني أن عملية التنوع الساذج غير مناسبة لنظرية المزج أو التنوع في المحافظ الاستثمارية.

3- تنوع ماركوتز

استخدم ماركوتز معامل الارتباط لغرض الاستفادة من نظرية المزج في المحافظ الاستثمارية و التي تعني أن تتكون المحفظة من عدد من الأدوات الاستثمارية المتنوعة بهدف الحصول على أكبر عائد ممكن وبدرجة مخاطر منخفضة مستفيدين من عملية تنوع الأصول المختارة في المحفظة. تعرض ماركوتز في نظريته إلى شروط التنوع على أهمية معامل الارتباط بين الأصول كأساس في عملية التنوع، ومعامل الارتباط هو العلاقة أو الارتباط بين الاتجاهات الهبوطية أو الصعودية لعوائد الأدوات الاستثمارية في المحفظة، فكلما كان هناك تنوع في المحفظة كلما أدى إلى تقليل المخاطر و لكن هذا الموضوع نسبي ويتعلق بطبيعة الأدوات الاستثمارية التي سنختارها في محفظتنا الاستثمارية.

إن معامل الارتباط يقيس لنا نسبة التغير بين عوائد أداتين استثماريتين أو أكثر، ففي حالة زيادة عائد إحدى هاتين الأداتين أو نقص العائد لهما يجب أن ننظر إلى التغير الحاصل في عوائدهما و مدى انعكاس أو العلاقة مع الأداة الأخرى وقد يكون هذا التوجه نحو الارتفاع أو الانخفاض إيجابي أو سلبي أي النظر إلى ما يكون عليه معامل الارتباط بينهما وهذا الارتباط إما يكون سالبا أو موجبا³⁶⁸.

فإذا كان معامل الارتباط موجب (+) بين الأداتين فإن الهدف من عملية التنوع بتخفيض المخاطر يقلل تأثيره، أي سترتفع المخاطر هنا و بذلك لا دور لعملية التنوع، و عندما يكون (-) يكون تأثيره على تقليل المخاطر أكبر أي ستنخفض المخاطر.

وعلى هذا الأساس على إدارة المحفظة الاستثمارية أن تأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط و درجته بين عوائد الأدوات الاستثمارية المختلفة وفي ضوء ذلك يتخذ قرار التنوع و نستطيع أن نصف حالات الارتباط بين عوائد الأصول كما يلي:

◀ حالة ارتباط تام موجب : يكون معامل الارتباط ($I+$) فإذا ارتفع عائد سهم شركة الاتصالات يزداد عائد شركة المياه مثلا، و هذا لا يعني أن درجة المخاطر مرتفعة أي أن التنوع لا يفيد شيئا و الهدف الأساس من التنوع لا يتحقق عند الارتباط التام.

◀ حالة عدم الارتباط : و هو عندما يكون الارتباط مساوي للصفر أي لا يوجد ارتباط بين عوائد الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة و في هذه الحالة تكون المحفظة أفضل من حالة الارتباط الموجب ولكنها أقل درجة من حالة الارتباط السالب.

³⁶⁸ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 327.

◀ حالة ارتباط سالب: و نقصد به إذا زاد عائد أداة استثمارية فسيؤدي إلى انخفاض العائد للأداة الاستثمارية الأخرى المكونة للمحفظة في الوقت نفسه، وهذا هو الارتباط السالب الذي يؤدي إلى تخفيض المخاطر والاستفادة من نظرية التنويع.

4- دور معامل الارتباط في تحديد درجة المخاطرة

لغرض توضيح دور معامل الارتباط في التأثير على مخاطر المحفظة الاستثمارية لا بد ابتداء من القول أن معامل الارتباط للعائد هو عبارة عن العلاقة بين المخاطر المقاسة بمعامل التغير بين أصلين مقسوم على الإنحراف المعياري للأصل الأول مضروباً بالأصل الثاني، أما التغير فهو مقياس أساسي و مطلق لكل أداتين يتحركان مع بعضهما خلال الفترة، ومعناه أنهما غالباً ما يتجهان نحو الأعلى أو الأسفل مع بعضهما البعض، إن معامل التغير بين السهم i و j يمكن أن يحسب بالمعادلة التالية:

$$Cov_{ij} = \frac{\sum (i - \bar{i})(j - \bar{j})}{n}$$

و لتطبيق هاته الحالة نفترض أن عوائد السهمين كانت كالتالي:

الحالات	i	j	$(i - \bar{i})$	$(j - \bar{j})$	$(i - \bar{i})(j - \bar{j})$
1	3	8	4-	4-	16
2	6	10	1-	2-	2
3	8	14	1+	2+	2
4	5	12	2-	0	0
5	9	13	2+	1+	2
6	11	15	4+	3+	12
Σ	42	72			34

$$\bar{i} = 7; \bar{j} = 12$$

$$Cov_{ij} = \frac{34}{6} = 5.67$$

يلاحظ أن كلا الأصلين يتحركان فوق أو تحت متوسطيهما في الوقت نفسه، إن هذه النتائج ستكون موجبة و المعدل سوف يكون ذا قيمة موجبة كبيرة و إذا كان هناك تناقض في نتائجهما أي عندما يكون i تحت المتوسط و يكون j فوق المتوسط فإن النتيجة سوف تكون ذات قيمة كبيرة وتعطي قيمة سالبة لمعامل التغير.

و عندما نستخدم معامل الارتباط كمقياس تقريبي بين الأدوات في المحفظة الاستثمارية ليرشدنا إلى العلاقة بينهما و التي تسمى بمعامل الارتباط بينهما مثل (r_{ij}) التي تقيس درجة العلاقة بين هذه الأدوات و تحدد معامل الارتباط بينهما بالمعادلة التالية:

$$r_{ij} = \frac{Cov_{ij}}{\sigma_i \cdot \sigma_j}$$

مع العلم أن : $\sigma_i = \sqrt{\frac{\sum(i - \bar{i})^2}{n}}$; $\sigma_j = \sqrt{\frac{\sum(j - \bar{j})^2}{n}}$ و إذا تحرك الأصلين بصورة تامة مع بعضهما البعض فإن معامل التغير لهما سوف يتساوى مع الانحراف المعياري لهما كما هو مبين في المعادلة التالية :

$r_{ij} = \frac{Cov_{ij}}{\sigma_i \cdot \sigma_j} = 1,0$ ونستطيع القول بأن الأصلين تامين الارتباط لأن معامل الارتباط في هذه الحالة يساوي الواحد الصحيح.

ومن خلال المعادلة أعلاه نشق المعادلة التالية لحساب التغير: $Cov_{ij} = r_{ij} \cdot \sigma_i \cdot \sigma_j$

إن هذه العلاقة تكون مفيدة خاصة عندما نرغب في استخراج الانحراف المعياري لأصول المحفظة والحصول على المخاطر المرجحة للمحفظة الاستثمارية.

5- قياس المخاطر المرجحة للمحفظة الاستثمارية:

إذا كانت توزيعات العائدات للأوراق المالية الفردية طبيعية فيمكن استخدام معادلة معقدة الشكل لكنها بسيطة في استخدامها في تحديد مخاطرة محفظة الأصلين³⁶⁹:

$$PortfolioSD = \sigma_p = \sqrt{w_a^2 \sigma_a^2 + (1 - w_a)^2 \sigma_b^2 + 2w_a(1 - w_a)R_{a,b} \sigma_a \sigma_b} \dots \dots \dots (2)$$

هنا تكون w_a الجزء من المحفظة المستثمر في الورقة المالية a ، لذلك يكون $(1 - w_a)$ الجزء من المحفظة المستثمر في الورقة المالية b .

فمخاطر ورقة مالية ضمن محفظة هي مخاطر منخفضة نسبيا إذا ما قورنت بمخاطر نفس الورقة معزولة عن بقية الأوراق، بل قد تنعدم مخاطر ورقة مالية ما ضمن محفظة متنوعة بصورة جيدة، و عليه يجب أن ينظر إلى عائد ومخاطر الأوراق المالية كمجموعة ليس كاستثمارات فردية مستقلة عن بعضها البعض نظرا لتأثير و تأثير بعضها البعض الآخر كتوليفة من الاستثمارات أو محفظة مالية. لذا على المستثمر الوصول إلى تلك التشكيلة المعروفة بالمحفظة ذات الكفاءة "efficient portfolio" التي تحقق له أكبر عائد ممكن مع قبول مستوى معين من

³⁶⁹ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت: مرجع سبق ذكره ص 289

المخاطر، أو تحقق له اقل المخاطر بالنسبة لمستوى معين من العائد، عندئذ على المستثمر تنويع مستثماته لتخفيض مخاطرها مع الأخذ بعين الاعتبار ارتباطهما و ثم رفع عائدها بصفة إجمالية³⁷⁰.

المطلب الثاني: المحافظ الكفوة

أحد الاستخدامات الهامة لمفاهيم مخاطرة المحفظة هو اختيار المحافظ الكفوة *Efficient Portfolios* والتي تعرف بأنها المحافظ التي توفر أعلى عائد متوقع لأي درجة مخاطرة، أو أقل درجة مخاطرة لأي عائد متوقع³⁷¹. ويكون الأصل المحتفظ به كجزء في المحفظة أقل مخاطرة من نفس الأصل المحتفظ به مستقلا، وطبقا لذلك يحتفظ بمعظم الأصول المالية كأجزاء فعلا من المحافظ.

1- عائدات المحفظة : *Portfolio Returns*

يكون العائد المتوقع على المحفظة \hat{r}_p (*expect return on portfolio*) المتوسط المرجح ببساطة للعائدات المتوقعة على الأصول الفردية الموجودة في المحفظة مع كون الترجيحات أو الأوزان جزء من إجمالي محفظة المستثمر في كل أصل:

$$\hat{r}_p = w_1\hat{r}_1 + w_2\hat{r}_2 + \dots + w_n\hat{r}_n \dots \dots \dots (1)$$

$$\hat{r}_p = \sum_{i=1}^n w_i\hat{r}_i$$

هنا تكون \hat{r}_i العائدات المتوقعة على الأسهم الفردية (على كل سهم)، و تكون w_i الترجيحات، و يوجد n سهم في المحفظة.

لاحظ أن w_i هي جزء من القيمة الدولارية للمحفظة المستثمرة في السهم i (أي قيمة الاستثمار في السهم i مقسومة على إجمالي قيمة المحفظة)، و يجب أن يكون مجموع قيم w_i مساويا للواحد الصحيح. لنفترض أن أحد محللي الأوراق المالية يتوقع العائدات التالية على الأسهم الخاصة بأربع شركات كبيرة لشهر أوت 2008:

الشركة	العائد المتوقع \hat{r}
a	12 %
b	11.5
c	10
d	9.5

³⁷⁰ - جبار محفوظ ، مرجع سبق ذكره، ص 116.

³⁷¹ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت: مرجع سبق ذكره ص 289.

إذا علمنا أن المحفظة قيمتها 100.000 دولار، وأن المبلغ المستثمر في كل سهم من أسهم الشركات مقدر بـ : 25.000 دولار، فسيكون عائد المحفظة المتوقع :

$$\begin{aligned}\hat{r}_p &= w_1\hat{r}_1 + w_2\hat{r}_2 + w_3\hat{r}_3 + w_4\hat{r}_4 \\ \hat{r}_p &= 0.25(12\%) + 0.25(11.5\%) + 0.25(10\%) + 0.25(9.5\%) \\ \hat{r}_p &= 10.75\%\end{aligned}$$

بالطبع بعد مرور سنة، ستكون معدلات العائد المتحققة الحقيقية مختلفة بالتأكيد عن قيمتها المتوقعة، لذلك سيختلف عائد المحفظة المتحقق \hat{r}_p عن العائد المتوقع $10,75\%$.
والملاحظ أن بعض الشركات قد تقدم عائد قدره $+100\%$ بينما يمكن أن يكون لبعض الشركات هبوط حاد وتنخفض عوائدها مثلاً إلى -75% لاحظ، رغم ذلك فإن هاذين الحدثين يمكن أن يعوضا بعضهما البعض لذلك يمكن أن يضل عائد المحفظة قريباً من عائدته المتوقع رغم أن العائدات الفعلية للأسهم الفردية كانت بعيدة عن عائداتها المتوقعة.

2- قياس المخاطر المرجحة للمحافظ الاستثمارية

لتوضيح هذا المفهوم نفترض أن لدينا ورقتين ماليتين a و b ويمكننا التوزيع بأي نسبة بينهما، و لنفترض معدل العائد المتوقع على الورقة المالية a ($\hat{r}_a = 5\%$) و أن انحرافها المعياري ($S_a = 4\%$) بينما ($S_b = 10\%; \hat{r}_b = 8\%$)
مهمتنا الأولى هي تحديد فئة المحافظ الممكن تحقيقها *attainable* ، و من فئة المحافظ التي يمكن تحقيقها نختار الفئة الفرعية الكفوة *efficient* .

ليبيان الفئة الممكن تحقيقها فإننا نحتاج إلى البيانات عن درجة الارتباط بين العائدات المتوقعة للورقتين الماليتين $R_{a,b}$:

* لنفترض أن هناك ثلاث درجات ارتباط مختلفة : ($R_{a,b} = +1$), ($R_{a,b} = 0$), ($R_{a,b} = -1$) و نستخدمها في تطوير العائدات المتوقعة للمحافظ \hat{r}_p و انحرافها المعياري σ_p

لحساب \hat{r}_p فإننا نعدل صيغة المعادلة (1) معوضين بالقيم المعطاة لكل من \hat{r}_a و \hat{r}_b لقيم w_a المختلفة، مثال ذلك عندما تكون $w_a = 75\%$ فإن $\hat{r}_p = 0.75(5\%) + 0.25(8\%) = 5.75\%$ ونحسب قيم \hat{r}_p الأخرى بنفس الطريقة و التي تظهر في عمود \hat{r}_p من الجدول (13)

الجدول (13) : قيم \hat{r}_p و σ_p تحت افتراضات مختلفة

Proportion of Portfolio in Security (a) (Value of w_a)	Proportion of Portfolio in Security (b) (Value of w_b)	\hat{r}_p	Case 1 $R_{a,b} = 1$	Case 2 $R_{a,b} = 0$	Case 3 $R_{a,b} = -1$

1.00	0.00	5,00%	4.0%	4.0%	4.0%
0.75	0.25	5,75%	5,5	3.9	0.5
0.50	0.50	6,50%	7.0	5.4	3.0
0.25	0.75	7.25%	8.5	7.6	6.5
0.00	1.00	8.00%	10.0	10.0	10.0

المصدر : أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت: مرجع سبق ذكره ص 290.

بعد ذلك نستخدم المعادلة (2) في إيجاد : $R_{a,b}, \sigma_b, \sigma_a$ و بعد ذلك نحسب σ_p لقيم w_a المختلفة، مثال ذلك:
في الحالة التي يكون فيها $R_{a,b} = 0$ و $w_a = 0.75$ فإن :

$$\sigma_p = \sqrt{w_a^2 \sigma_a^2 + (1 - w_a)^2 \sigma_b^2 + 2w_a(1 - w_a)R_{a,b}\sigma_a\sigma_b}$$

$$\sigma_p = \sqrt{(0.5625)(16) + (0.0625)(100) + 2(0.75)(0.25)(0)(4)(10)}$$

$$\sigma_p = \sqrt{9 + 6.25} = \sqrt{15.25} = 3.9\%$$

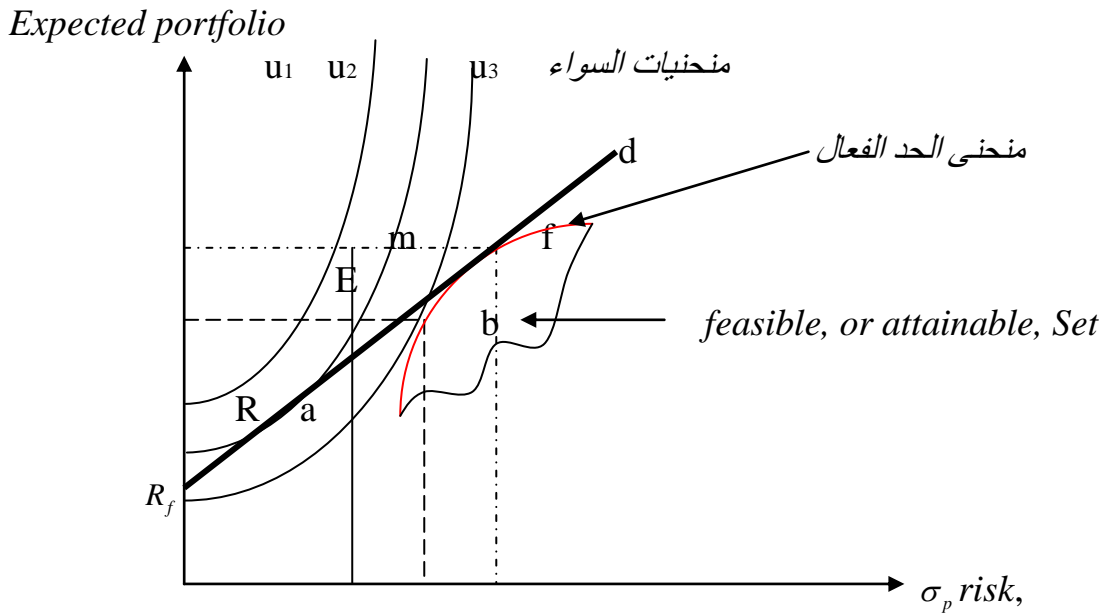
وهذا يعني أنه كلما زادت المخاطر الخاصة بالورقة المالية a فإن المخاطر الخاصة بالورقة المالية b لا تتأثر بتلك النسبة 3.9 %، لأن معامل الارتباط معدوم، أما بالنسبة للحالة الأولى أين يكون معامل الارتباط يساوي $1 \neq$ فإن مخاطر الورقة المالية b تزداد كلما زادت مخاطر الورقة المالية a بنفس النسبة. بمعنى أن عملية التنويع ليس لها أي معنى.

و القاعدة الذهبية هي زيادة عدد الأصول التي لا يوجد بينها ارتباط أو يوجد بينها ارتباط ضعيف، وأما ماركويتز فيرى أن أفضل تنويع عندما يكون معامل الارتباط سالب، و في حالتنا هذه نقول أنه كلما زادت مخاطر الورقة المالية a بنسبة 5 % انخفضت مخاطر الورقة b بنفس النسبة.

المطلب الثالث: اختيار المحفظة المثالية

إن الحقائق الاستثمارية التي تقع على يمين المنحنى *ABMF* تعتبر محافظ غير كفؤة، أما الحقائق التي تقع على يسار المنحنى فتعد حقائق غير ممكن الحصول عليها (*Unattainable*) وكما هو مبين في الشكل رقم (33)

الشكل رقم (42) : الفئة الكفؤة للاستثمار



المصدر: دريد كامل آل شبيب مرجع سبق ذكره ص 373.

يعرف المنحنى *ABMF* الفئة الكفؤة للمحافظ، و التي تسمى الحد الكفؤ (أو حد الكفاءة) *efficient frontier*

من المستحيل أن تحدث المحافظ الواقعة على يسار الحد الكفؤ لأنها تقع خارج الفئة الممكن تحقيقها. وتكون المحافظ الواقعة على يمين الحد الكفؤ (المحافظ الداخلية). غير كفؤة لأن بعض المحافظ ستوفر إما عائد مرتفع لنفس درجة المخاطرة، أو مخاطر منخفضة لنفس معدل العائد³⁷².

وتعتمد حقبة الاستثمار المثلى على العلاقة التفضيلية بين المخاطر المرجحة للمحفظة و العائد المرجح لها وتحدد بنقطة التماس بين منحنى الحد الفعال وأعلى منحنى سواء *Indifference Curves*. وتختلف محفظة الاستثمار المثلى من مستثمر إلى آخر حسب ميل و علاقة التفضيل للمخاطر والعائد أي درجة تجنب المستثمر للمخاطرة، فكلما كان المستثمر أكثر تجنباً للمخاطر كانت منحنيات السواء التي تمثل العلاقة التفضيلية أكثر تفلطحاً أو انبساطاً و كانت حقبة الاستثمار الأمثل اقرب إلى الجزء الأعلى من المجموعة

³⁷² - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت: مرجع سبق ذكره ص 293.

الكفوة، أي أنها تمتاز بدرجة مخاطرة عالية وعائد متوقع عال وكلما كان المستثمر أقل تجنباً للمخاطر كانت منحنيات السواء الخاصة به ترتفع بحدة (ذات ميل كبير) و كانت حقيبة الاستثمار الأمثل أقرب إلى الجزء الأدنى من المجموعة الكفوة، أي كانت تتميز بدرجة مخاطر منخفضة وعائد متوقع متدن.

1- التوازن في سوق رأس المال³⁷³:

إن محفظة الاستثمار المثلى تتحدد بنقطة التماس بين مجموعة الحقائق الكفوة على الحد الفعال و أعلى منحني سواء للمستثمر كالحقيبة M كما في الشكل رقم (33) ولكن المستثمر يستطيع أن يختار أفضل من ذلك و ينتقل إلى منحني سواء أعلى إذا استثمر بالإضافة إلى الحقيبة M التي تحتوي على أصول خالية من المخاطر (*Risk Free Asst*) فإنه يحقق العائد R_f .

إن الجمع بين الاستثمار في الأوراق المالية و الأخرى عديمة المخاطر و محفظة الاستثمار المخاطرة في m تقدم للمستثمر مجموعة فرص استثمارية جديدة تقع على الخط المستقيم الذي يبدأ من R_f و يلامس مجموعة المحافظ الكفوة عند النقطة m ، إن محفظة الاستثمار الواقعة على الحد $RMDR_f$ تتفوق على مثيلاتها على الحد الفعال $ABMF$ باستثناء M لأنها مشتركة بينهما عند نقطة التماس، إنها تعطي عائد متوقع أكبر لمستوى مخاطرة متساوية أو لأن لها مخاطر أقل لنفس المستوى من العائد.

إن المستثمر الممثل في مثالنا أعلاه في الشكل (33) بعائلة منحنيات السواء $U_1U_2U_3$ يستطيع أن يستبدل محفظة الاستثمار B الواقعة على خط منحني السواء U_3 بمحفظة الاستثمار المثلى E الأكثر ميزة و الواقعة على خط منحني السواء U_1 لأن عائد $E(R)p$ للمحفظتين E, B متساويان لكن مخاطر المحفظة E أقل بكثير من مخاطر المحفظة B .

كذلك يستطيع المستثمر الاقتراض بذات معدل الفائدة على الأدوات الخالية من المخاطر R_f إلى أن يصل إلى مجموعة المحافظ الواقعة على الجزء MD من خط مجموعة الفرص الاستثمارية الجديدة إذا كانت علاقة تفضيلية تلامس هذا الخط في ذلك الجزء و سنحصل على محافظ استثمارية بعائد متوقع أعلى من عائد المحفظة m و لكن بمخاطر استثمارية أعلى بسبب الرافعة المالية.

نستنتج من التحليل أعلاه إلى أن المحافظ الاستثمارية لكافة المستثمرين ستقع على خط $RMDR_f$ و بنسب متفاوتة من مزيج محفظة الاستثمار عند مستوى المخاطر M و الأوراق المالية عديمة المخاطر، هذا يعني أن كافة المستثمرين في سوق رأس المال يستثمرون في الحقيبة الاستثمارية M مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأدوات الاستثمارية (الأسهم) التي تتألف منها هذه المحفظة الاستثمارية، ثم انخفاض عوائدها مقارنة بعوائد الأدوات و الأسهم الداخلة في المحافظ الاستثمارية الأخرى التي تنخفض أسعارها و ترتفع عوائدها مما يجعلها أكثر إغراء للاستثمار.

³⁷³ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 375-377

إن ذلك سيؤدي إلى إعادة تكوين المحفظة الاستثمارية M بإدخال أسهم جديدة فيها و تستمر عملية التعديل (*Adjustment*) في الأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة M إلى أن يتم الوصول إلى التوازن *Equilibrium* في سوق رأس المال، و يتحقق التوازن للمحفظة M و تصبح شاملة لجميع الأدوات الكفوة المتداولة في السوق المالي كل أداة أو سهم بنسبة قيمته السوقية إلى إجمالي القيمة السوقية لكافة الأسهم أو الأدوات، لذلك تسمى المحفظة m بمحفظة السوق (Market Portfolio) لأنها تحتوي على كافة فرص الاستثمار الكفوة المتاحة وأن العائد المتوقع على حقيبة السوق هو $E(R)m$ و مخاطر العائد $\sigma(R)_m$.

2- خط سوق رأس المال : Capital Market Line يسمى الخط $RMDR_f$ في الشكل 33 خط سوق رأس المال و يتقاطع مع المحور الرأسي عند R_f و ميله هو $(R_m - R_f)/\sigma_m$ لذلك يمكن التعبير عن معادلة خط سوق رأس المال كما يلي³⁷⁴:

On an efficient $r_p = r_f + \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\right)\sigma_p$ المحفظة الكفوة

portfolio المعدل الخالي من المخاطرة مجموعا عليه علاوة المخاطرة التي تساوي $\left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\right)$ مضروبا في

الانحراف المعياري للمحفظة σ_p ، لذلك يحدد *CML* علاقة خطية بين العائد المتوقع و المخاطرة للمحفظة الكفوة، مع تساوي ميل *CML* مع العائد المتوقع على محفظة السوق للأسهم المحفوفة بالمخاطرة R_m و مطروحا منها المعدل الخالي من المخاطرة R_f و الذي يساوي علاوة مخاطرة السوق *market risk premium* و كلها مقسومة على الانحراف المعياري للعائدات على محفظة السوق σ_m

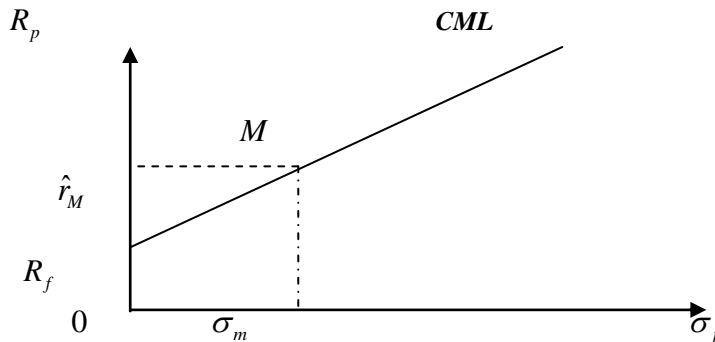
$$\text{Slope...of...the...CML} = \left(\frac{R_m - R_f}{\sigma_m}\right)\sigma_p$$

مثال ذلك أن $R_f = 10\%$ و $R_m = 15\%$ و $\sigma_m = 15\%$ فيكون بذلك ميل *CML* مساويا

لـ $0.33 = 15\% (15\% - 10\%)$ ، و إذا كان لمحفظة كفوة عينة $\sigma_p = 10\%$ ، فيكون R_p مساويا لـ:

$R_p = 10\% + 0.33(10\%) = 13.3\%$ و يكون للمحفظة المحفوفة بالمخاطر التي لها $\sigma_p = 20\%$ قيمة R_p

تساوي $R_p = 10\% + 0.33(20\%) = 16.6\%$ و يرسم *CML* كما يلي:



³⁷⁴ - أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت: مرجع سبق ذكره ص 300.

فالمحفظة الكفوة هي تلك التي تكون جيدة التنوع و بالتالي تكون قد ألغيت جميع المخاطر الغير منتظمة، و يبقى فيها إلا مخاطر السوق أو المخاطر المنتظمة و التي تقاس بمعامل بيتا³⁷⁵.

3- خط سوق الورقة المالية : يمثل خط سوق الورقة المالية Securities Market line و المعروف اختصارا بـ

SML العلاقة بين العائد و المخاطر المنتظمة للورقة المالية المنفردة، و تقاس مخاطر الورقة المالية في ظل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بمعامل بيتا β ، حيث يعبر هذا المعامل عن مدى تذبذب عائد الورقة المالية مقارنة بعائد محفظة السوق و عليه إذا كانت³⁷⁶:

β للورقة المالية < 1 فإن عائد الورقة المالية أكثر تذبذبا (أكثر خطرا) من تذبذب عائد السوق، و بالتالي العائد المتوقع منها أدنى من العائد المتوقع من محفظة السوق.

β للورقة المالية > 1 فإن عائد الورقة المالية أقل خطرا من تذبذب عائد السوق، و بالتالي العائد المتوقع منها أعلى من العائد المتوقع من محفظة السوق.

β للورقة المالية $= 1$ فإن مخاطر الورقة المالية تعادل مخاطر السوق، و بالتالي فإن عائد الورقة المالية هو عائد محفظة السوق.

β للورقة المالية $= 0$ فإن العائد المتوقع للورقة المالية هو نفسه معدل العائد الخالي من المخاطر.

يعطى خط سوق الورقة المالية في ظل نموذج *CAPM* بالصيغة الرياضية التالية: $R_i = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$

حيث R_i : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الورقة i

R_f : معدل العائد للأصل الخالي من المخاطر (سندات الخزينة مثلا)

R_m : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في محفظة السوق (كافة الأدوات المتاحة)

$(R_m - R_f)$: علاوة أو سعر مخاطر السوق، أي المقابل الذي يتحصل عليه المستثمر لتوظيف جزء من

أمواله في أصول خطرة إضافة إلى الأصل الخالي من المخاطر.

β_i : معامل بيتا للورقة i ، حيث يقيس مخاطر الورقة المعنية، فهو يقيس أيضا مدى حساسية عائد الورقة

$$\beta_i = \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2} = \frac{r_{im}\sigma_i\sigma_m}{\sigma_m^2} = r_{im}\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m}\right)$$

مثال : نفترض أن بيتا لأحد الأسهم يساوي 1.3، و معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة هو 5%

و العائد على السوق هو 12%، ما هو العائد المتوقع على السهم المذكور؟

$$R_i = 0.05 + (0.12 - 0.05)1.3 = 14.1\%$$

و يرسم منحنى خط سوق الورقة المالية يمكن تحديد المحافظ المحافظ الكفوة أو الغير كفوة. و من المعلوم أن المحافظ الكفوة هي التي تلامس خط سوق الورقة المالية عن طريق منحنى الخط الفعال.

³⁷⁵ - أوجين بريجهام، ميشيل إيهاردت: مرجع سبق ذكره ص 301.

³⁷⁶ - جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 135.

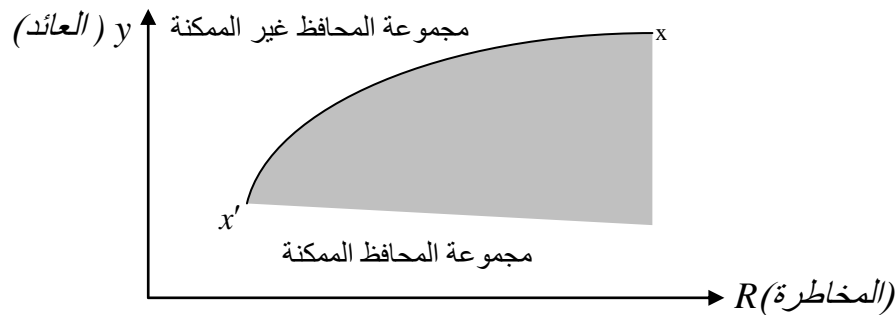
4- تحليل سلوك المستثمر وفق المنفعة ووفق منحنيات السواء:

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

- ✓ إذا ما خير هذا المستثمر بين المحافظتين استثماريتين تحققان العائد نفسه و لكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل.
- ✓ و إذا خير بين محافظتين استثماريتين بدرجة المخاطرة نفسها و لكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
- ✓ أما إذا خير بين محافظتين استثماريتين و كان عائد الأولى منهما مثلاً أعلى وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه سيختار المحفظة الأولى.

و لبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هذه المبادئ الثلاثة أعلاه، يتطلب الأمر من المستثمر أو من مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بالمنحنى المحافظ الذي يطلق عليه الباحثون مصطلح الحد الفعال Frontier Efficient و يمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى و يرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصرى العائد و المخاطرة، و ذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين و في مجالات استثمار مختلفة، و ذلك مع مراعاة افتراض أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي فقط من نوع الخطر بحيث لا يوجد بينهما أدوات استثمار خالية من المخاطر *Risk free Investment*.

وكما يتضح من الشكل (34)، حيث يمثل المنحنى الرأسي العائد على الاستثمار (y) و المحور الأفقي المخاطرة (R) ، فإن الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى يتمثل في المنحنى (x, x') بحيث يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى قطاعين رئيسيين، قاع أعلى يتمثل بالقطاع الغير مضلل الموجود على يسار المنحنى، و يمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة للمستثمر Infeasible Portfolios و قطاع أدنى يتمثل بالقطاع المضلل على يمين المنحنى ليشمل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر feasible portfolios.

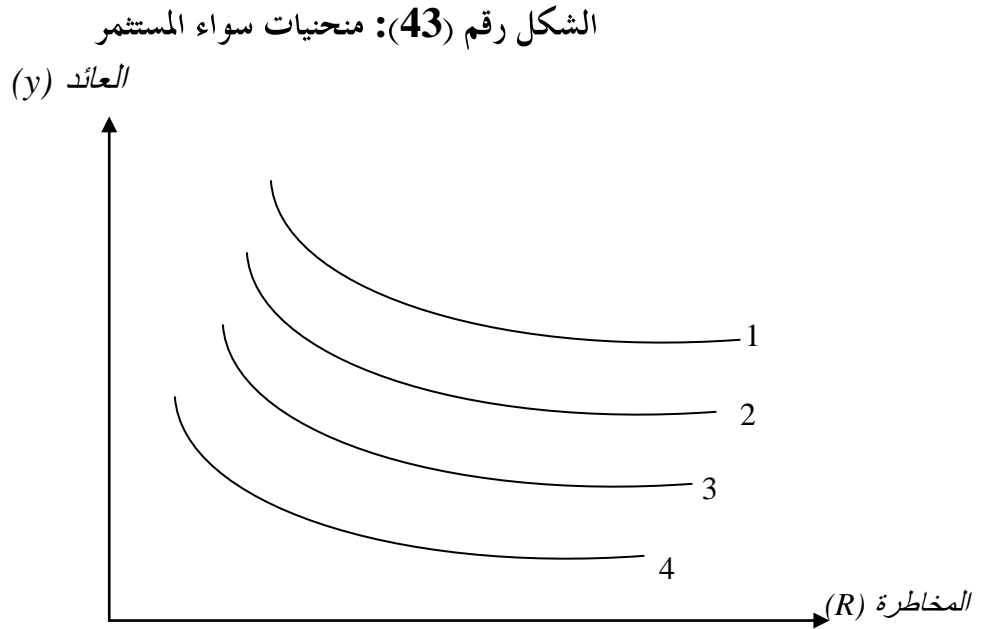


ونظراً للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار و المخاطرة المصاحبة له و التي يكشف عنها الشكل السابق، نلاحظ من ناحية نظرية بحتة، أن من مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة من نقاط القطاع الأعلى

غير المضلل على يسار المنحني (x, x') ذلك على اعتبار أن أية محفظة يختارها هناك و تحت مستوى مخاطرة معين ستحقق له عائدا أعلى من العائد الذي يحققه له أية محفظة يختارها من نقاط القطاع المضلل.

لكن المحافظ الواقعة في هذا القطاع ليست متاحة عمليا للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ أن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع المضلل وفي نقطة عليه تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها و هنا يجد أن من مصلحته اختيار محفظته في نقطة ما من نقاط المنحني (x, x') باعتبار أن هذا المنحني هو أبعد حد قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في اختياراته.

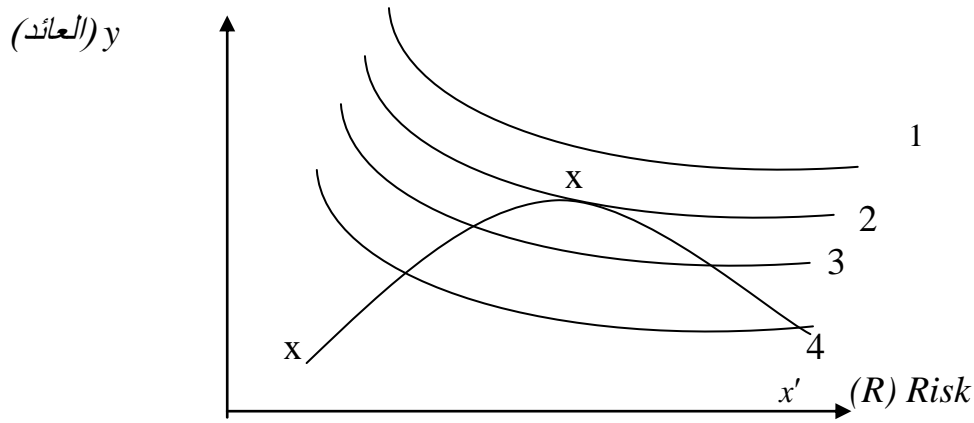
ويعد اختيار النقطة المثلى للمحفظة المثلى لمدير المحفظة أو المستثمر على المنحني (x, x') بمثابة الخطوة الثانية في بناء هذه المحفظة. و هنا لا بد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي آخر هو مفهوم منحنيات السواء Indifference Curves و ذلك كما يتضح من الشكل التالي:



المصدر: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق ص 270.

يمثل الشكل السابق خريطة سواء للمستثمر التي تعكس ميوله أو سلوكه في مقايضة العائد بالمخاطرة. و كما يظهر فيه، تتجه منحنيات السواء من أسفل إلى أعلى ومن اليسار إلى اليمين لتعكس مرة أخرى العلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة و هي العلاقة التي تجعل المستثمر يطلب عائدا أعلى مقابل أية زيادة في درجة المخاطرة، كما يظهر في الشكل أيضا أن منحنيات السواء هابطة من الأعلى نحو الأسفل. بمعنى أن مستثمرا معيناً لم يحصل على محفظته المثلى على منحنى السواء (1) على سبيل المثال سيضطر حينئذ للتنازل عنها و البحث عن منحنى السواء أدنى هو الرقم (2) و إذا لم يجدها فيه يبحث عنها في الرقم (3) و هكذا.

بناء على ما تقدم تحدد المحفظة المثلى للمستثمر في الشكل رقم (4) التالي عند نقطة التماس Point of tangency لأحد منحنيات سواء المستثمر مع الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى، أي في النقطة (x) .



وهنا نذكر مرة أخرى أن تحليلنا السابق لاختيار محفظة مثلى قد قام على فرض أن مجال خيار المستثمر لبناء محفظته المثلى كان محصوراً في أدوات الاستثمار الخطرة فقط، لكن في الواقع العلمي، توجد فعلاً بعض أدوات الاستثمار خالية من المخاطر (*Risk free Inversement*) من أبرزها على سبيل المثال، أدوات الخزانة و السندات الحكومية قصيرة الأجل.... الخ.

وعليه يحدد موقع المحفظة المثلى الجديدة (x) في نقطة تماس (x, x') لأحد منحنيات سواء المستثمر وهو في هذه الحالة منحنى سواء رقم (2).

5- استخدام معامل بيتا β " " في إدارة المحافظ الاستثمارية:

بيننا سابقاً أن معامل بيتا يستخدم في قياس المخاطر المنتظمة و التنبؤ بها و هذا قد ينطبق سواء للسهم أو المحفظة، ويمكن تعريف معامل بيتا β للمحفظة بأنه يمثل مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد السهم المتداولة في سوق الأوراق المالية أو ما يطلق عليه معدل العائد السوقي. و هذا يعني أنه إذا كان معامل بيتا لمحفظة معينة مساوياً للواحد الصحيح فنتوقع أن تكون استجابة العائد المتوقع من هذه المحفظة أو معدل تغيره بمعدل التغير نفسه في العائد السوقي عموماً.

وهكذا معامل بيتا يستخدم في تفسير التغيرات للأحداث الاقتصادية المحيطة بالمحفظة كما يلي:

أ- إذا توقعنا ظروف اقتصادية جيدة، أي ذات تأثير إيجابي على العوائد المحققة من أدوات الاستثمار المتداولة في السوق و أدى ذلك لزيادة في المتوسط لهذه العوائد بنسبة 20% فإن هذا الطرف سيؤثر بالمقدار نفسه على متوسط عائد تلك الأسهم و يزيد هذه العوائد بنسبة 20% .

ب- إذا توقعنا ظروفًا اقتصادية سيئة أي ذات تأثير سلبي على العوائد المحققة من أدوات الاستثمار المتداولة في السوق و أدى إلى انخفاض في المتوسط هذه العوائد بنسبة 20% فإن هذا الحدث سيؤثر بالمقدار نفسه على متوسط عائد تلك الأسهم و يخفض هذه العوائد بنسبة 20% .

أما القاعدة العلمية المستعملة فهي أن الاستجابة لتلك التوقعات من الظروف الاقتصادية تقوم على:

◀ في حالة الظروف الاقتصادية الجيدة التي تتنبأ بانتعاش محتمل في السوق المالي سيعمد مدير المحفظة حينئذ لإحلال أصل أو أصول استثمارية ذات المخاطر المرتفعة نسبياً أو ذات معامل بيتا مرتفع نسبياً محل الأصل أو الأصول ذات معامل بيتا المنخفض، و السبب في ذلك زيادة العائد المتوقع للاستثمار في المحفظة.

◀ في حالة الظروف الاقتصادية السيئة التي تتنبأ بتراجع و تدهور في السوق، سيعمد مدير المحفظة حينئذ للاستبدال الأصل أو الأصول الاستثمارية ذات المخاطرة المرتفعة أو ذات معامل بيتا المرتفع بأخرى ذات معامل بيتا أقل، والسبب في ذلك تخفيض خسارته المحتملة إلى حد أدنى أو بمعنى آخر يسعى لجعل درجة الاستجابة المتوقعة ذات معامل بيتا للمحفظة أقل من الواحد الصحيح.

و نستنتج من ذلك أن مديري المحافظ الاستثمارية يستفيد من معامل بيتا في الأمور التالية :

- ◀ التحكم بمخاطرة المحافظ التي يديرونها.
- ◀ سيستخدم مؤشرا مفيدا في عملية تنويع أصول المحفظة.
- ◀ يستخدم مؤشرا مفيدا في عمليات الاستبدال و الإحلال للأصول الاستثمارية الجديدة محل السابقة تبعا للظروف الاقتصادية.

و لتسهيل هذه الحالات نفترض المعلومات التالية لإحدى المحافظ الاستثمارية كما يلي³⁷⁷:

البيان	المبلغ	معامل بيتا
أسهم الشركة a	1000	0.75
أسهم الشركة b	1000	1.25
أسهم الشركة c	1000	1.40
عملات أجنبية	500	0.2

ويمكن حساب معامل بيتا لهذه المحفظة كما يلي:

معامل بيتا = مجموع (المبلغ المستثمر في كل أصل * معامل بيتا لكل أصل) / مجموع مبالغ المحفظة

$$\frac{(0.2 * 500) + (1.4 * 1000) + (1.25 * 1000) + (0.75 * 1000)}{500 + 1000 + 1000 + 1000} = \frac{100 + 1400 + 1250 + 750}{3500} = 1 = \frac{3500}{3500}$$

³⁷⁷ - مروان شموط، كنجو عبود: مرجع سبق ذكره ص 276/275.

وفي حالة ما إذا توقع مدير المحفظة حدوث انتعاش في السوق بمقدار (15%) فإنه يقوم باستبدال الأصل الأقل بيتا بأخر أعلى بمقدار التغير المتوقع نفسه وهو 15% أي:

يستبدل بأصل آخر و ليكن سهم الشركة d ، مقدار بيتا للأصل الجديد المستبدل يجب أن يكون :

$$.3=15*0.2$$

أما السبب فهو أن نحصل على أعلى معامل بيتا في التوقع القادم. و تصبح آثار قرار مدير المحفظة للمحفظة المتوقعة كما يلي:

البيان	المبلغ	معامل بيتا	بيتا* المبلغ
أسهم الشركة a	1000	0.75	750
أسهم الشركة b	1000	1.25	1250
أسهم الشركة c	1000	1.40	1400
عملات أجنبية	500	0.2	1500
المجموع	3500		4900

ويكون بيتا المتوقعة الجديدة = $\frac{4900}{3500} = 1.4$ ، يترتب على بيتا الجديدة زيادة أكبر في العوائد كما يلي:

$1.4 * 15\% = 21\%$ بينما لو بقي مدير المحفظة على ما سبق لكانت الزيادة المتوقعة في عائد المحفظة القديمة كما يلي: $1 * 15\% = 15\%$.

وهكذا يتضح لنا أهمية استجابة مدير المحفظة للمتغيرات الاقتصادية و كيفية الاستفادة من معامل بيتا في بناء المحفظة المثمرة في العوائد.

المطلب الرابع : نماذج تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

تتعدد مداخل تقييم أداء المحفظة الاستثمارية ونماذجها وسوف نعرض هنا النماذج الأساسية لهذه الغاية، و تقتضي المبادئ العلمية للاستثمار أن يتم إخضاع القرارات و السياسات الاستثمارية وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف على مواطن القوة فيها لتدعيمها و تشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها.

وفي تقييم أداة إدارة المحافظ الاستثمارية لابد من أخذ المبادئ التالية بعين الاعتبار³⁷⁸:

◀ أن قياس صافي أصول المحافظ الاستثمارية لا بد أن يتم على أساس القيمة السوقية أو العادلة للأصول و ليس على أساس تكلفتها.

◀ أن يتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات و ذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية أصول المحفظة الممثلة بمعامل بيتا للمحفظة بعين الاعتبار.

◀ يجب أن يكون العائد على الاستثمار المعتمد أساسا لتقييم أداة إدارة المحفظة هو عائدها الإجمالي الذي يشمل دخل الاستثمارات التي تشملها المحفظة أو إيراداتها مضافا إليها المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة التي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.

◀ يجب احتساب العائد على الاستثمار بعد ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات، وهذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصومة Discounted Value لهذه التدفقات و ذلك بمراعات توقيت حدوثها.

◀ يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطر معا.

◀ كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم و التي تليها، زادت النتائج دقة و موضوعية و لكن لكونها أطول من اللازم يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم باعتبارها أداة من أدوات المتابعة و الرقابة.

◀ من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية و المؤشرات المالية المتعارف عليها مثل مؤشر Dow Jones ومؤشر Nikkei.

1- تصنيف أداء مدير المحفظة:

يوجد نوعان لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية أو المحفظة الاستثمارية نفسها : و هما الأسلوب البسيط الذي يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية و الأرباح الموزعة منسوبة إلى كلفة الاستثمار، و الأسلوب الآخر و هو الأسلوب العلمي المدروس الذي يعتمد على العائد و المخاطرة، و يطلق عليه الأسلوب المزدوج.

³⁷⁸ - مروان شحوط، كنجو عبود: مرجع سبق ذكره ص 280.

1-1- الأسلوب البسيط : يناسب هذا الأسلوب شركات الاستثمار المفتوحة أو صناديق الاستثمار المفتوحة حيث يتم أداء هذه الصناديق كل فترة زمنية و ليكن شهر على سبيل المثال، ويمكن أن يحسب يوميا حيث أن هذه الصناديق تحدد قيمة كل أصل يوميا وكذلك إيراداته، أو بتصنيف أداء مدير المحفظة لأن القرار الاستثماري دائما له علاقة مباشرة مع صاحب القرار و قدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد و الأرباح الموزعة و من هذه المعلومات يمكن تحديد مقياس لأداء مدير المحفظة أو الصندوق عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في الصندوق أو لكل ورقة مالية وحدها و يتم ذلك عن طريق المعادلة التالية:

$$y = (x_2 - x_1 + r + c)$$

حيث أن : x_1 : تمثل قيمة الأصل في بداية المدة

x_2 : قيمة الأصل في نهاية المدة

c : توزيعات الأرباح (الإيرادات)

r : توزيعات الأرباح الرأسمالية

و يمثل المقدار $(x_2 - x_1)$ الأرباح الرأسمالية و هي الفرق بين سعر آخر مدة و سعر أول مدة، الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء مضافا له الأرباح الموزعة من الإيرادات أو الأرباح الموزعة من المكاسب الرأسمالية السابقة. و لتوضيح هذا الأسلوب نفترض أن أصل كانت قيمته في بداية المدة 4 دنانير، و في نهاية المدة 4.5 دينار، و كان نصيب هذا الأصل من الأرباح الموزعة خلال المدة 0.16 و أن نصيبه من الأرباح الرأسمالية 0.20 ، فما معيار كفاءة إدارة الأصل عن طريق الأسلوب البسيط؟

نقوم بتعويض هذه القيم في المعادلة السابقة فنحصل على :

$$y = (4.5 - 4) + 0.16 + 0.20$$

$$y = 0.86$$

حيث يتم مقارنة هذا المعيار مع ورقة مالية أخرى لتحديد المفاضلة بينهما. و يمكن تطبيق ذلك على صندوق استثماري أو على محفظة استثمارية و يتم تحديد أداء المحفظة و مقارنتها بمحفظة أخرى، لكن المأخذ على هذا المعيار أنه لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة ولا المخاطر غير المنتظمة و إنما اقتصر على دراسة معدل العائد، و هذا لا يكفي حيث يمكن أن يكون معدل العائد مرتفعا و لكن المخاطرة عالية جدا حيث يمكن أن نجد معدل عائد نفسه و لكن بمخاطرة أقل.

2- الأسلوب العلمي لقياس أداء المحافظ الاستثمارية (الأسلوب المزدوج)

لا شك في أن الأسلوب البسيط لتحديد أداء المحفظة الاستثمارية غير كاف لأنه أعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر، لهذا ظهر الأسلوب الآخر و هو الأسلوب العلمي المزدوج الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة مع معدل مخاطر المحفظة.

لكن هناك أكثر من مقياس أداء المحفظة الاستثمارية و سيتم التطرق إلى البعض منها :

2-1- مقياس شارب Sharpe Index :

قدم وليام شارب هذا المقياس سنة 1966 م و هو مخصص لأداء المحافظ الاستثمارية، و يمكن استعماله لفترات طويلة وليس كما هو في الأسلوب البسيط حيث يمكن حسابه على أساس فترات قصيرة، ومن خلال هذا المعيار يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بنوعيتها، صناديق الاستثمار المشتركة ذات النهاية المفتوحة و ذات النهاية المغلقة أو أية محفظة استثمارية.

ولكن صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تفضل الأسلوب البسيط لأن هذا النوع من الصناديق يحتاج إلى تقييم كل يوم.

ويوصف معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة إلى تقلب عوائد أصول المحفظة الاستثمارية ، ويقصد بالمكافأة الفرق بين العائد الخالي من المخاطرة منسوبة هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، لذلك يقاس أداء المحفظة الاستثمارية بواسطة النموذج الرياضي التالي:

$$P = \frac{R_p - R_r}{\sigma_p}$$

حيث أن :

P : أداء المحفظة الاستثمارية

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية

R_r : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطرة.

σ_p : مخاطرة المحفظة و يمثل الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة

وكلما كانت قيمة P و الذي يمثل أداء المحفظة قيمة مرتفعة كان أداء المحفظة الاستثمارية مرتفعا، ويمكن توضيح نموذج شارب لقياس أداء المحفظة بواسطة الرسم البياني التالي باستعمال خط السوق:

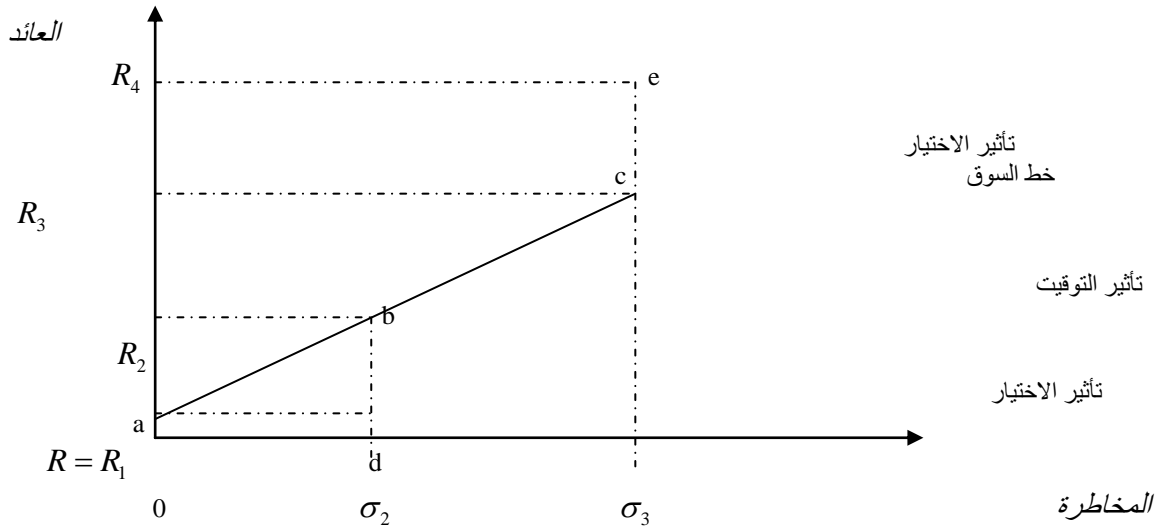
✓ أداء جيد : و يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية جيدا عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق.

✓ أداء مقبول : و يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبولا عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.

✓ أداء غير مقبول : و يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط

السوق، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (44) : تقييم أداء مدير المحفظة



المصدر : مروان شموط، كنجو عبود: مرجع سبق ذكره ص 284.

يوضح الشكل السابق أن :

- أن أداء مدير المحفظة a مقبول لأنه استطاع تحقيق عائد عديم المخاطرة.
- كما أن أداء مدير المحفظة b هو الآخر مقبول لأنه حقق عائد بمخاطرة مقبولة، كما أن أداء مدير المحفظة c هو الآخر مقبول طالما أنه تمكن من تحقيق عائد وفقا للمخاطرة المقبولة لمستوى هذا العائد.
- أما أداء مدير المحفظة d فهو غير مقبول لأنه حقق عائد أقل و ذلك بمستوى مخاطرة أعلى علما أنه كان من المفروض به أن يحقق معدل عائد هنا نفسه و لكن بدون أية مخاطرة.
- و بالمقابل فإن أداء مدير المحفظة e كان جيدا لأنه تفوق على أداء السوق محققا عائد بمستوى مخاطرة أقل.
- بمقارن أداء مديري المحفظتين b و e يمكن إيجاد الفرق في الأداء الذي حققه المدير e عن المدير b إلى ما يعرف بتأثير إدارة المحفظة *Management Influence* و ذلك بفضل عاملين هما :
 - ☞ تأثير الوقت : ويقصد به أن مدير المحفظة e استعمل عنصر التوقيت بطريقة كفؤة ذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا) و ذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل بيتا منخفض وذلك قبل هبوط السوق، أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها.
 - ☞ تأثير الاختيار : ويقصد بذلك قدرة المحفظة e على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق سعرها السوق.

2-2- مقياس ترينور Treynor Index :

نلاحظ أن شارب ركز على الانحراف المعياري لعوائد المحفظة ، و لكن مقياس ترينور ركز على مخاطر السوق و معامل بيتا معتمدا على منحني خط السوق، و لكن مبنيا على العلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة و معامل بيتا، و يعد مقياس ترينور أكثر دقة من مقياس شارب لاعتماده بالدرجة الأولى على خصائص كل ورقة و معامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح للمحفظة، اعتمد ترينور على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الجيد و الكفؤ.

التنويع و الإدارة الكفؤة تستطيع أن تغلب على المخاطر غير المنتظمة التي عدتها ترينور غير موجودة خصوصا إذا أردنا تقييم أداء مدير محفظة يشترط به أن يكون متخصصا في الاستثمار في الأوراق المالية و قادرا على تحليل أكثر من قدرة المستثمر العادي لذلك فإن المعيار يجب أن يستند إلى المخاطر المنتظمة التي هي ممثلة في معامل بيتا للمحفظة، و يتم تحديد أداء المحافظ الاستثمارية بواسطة النموذج الرياضي التالي:

$$\text{مقياس } Treynor = \frac{R_p - R_f}{\beta} \text{ حيث :}$$

R_p : هو عائد المحفظة الاستثمارية

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطرة

β : هي المخاطر المنتظمة للمحفظة و هي بيتا المحفظة المرجحة

و هكذا يتضح الفرق بين المقياسين (شارب و ترينور) من القانون السابق و هو أن ترينور أبقى معامل بيتا في المقام، في حين ابقى شارب R^* (المخاطر الكلية) في المقام.

◀ إليك المعلومات التالية عن أداء إدارة خمس محافظ استثمارية و هي a, b, c, d, e كما هو وارد في الجدول التالي:

المحافظ	العائد المرجح % R_p	الانحراف المعياري لكل محفظة % σ_p
a	7.2	4.4
b	5.525	0.75
c	3.7	4.0
d	6.5	2.5
e	9.3	5.7

فإذا علمت أن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة هو 5 % و أن معادلة خط السوق هي :

$$R_p = 5 + 0.7(R)$$

نلاحظ أننا لا نستطيع استخدام مقياس ترينور لعدم ورود معلومات عن بيتا للمحافظ، لكن استخدام مقياس شارب يمكن من تحديد أداء المحافظ الاستثمارية الخمسة على النحو التالي:

$$P = \frac{R_p - R_r}{\sigma_p} \text{ أداء المحفظة}$$

$$0.50 = \frac{7.2 - 5}{4.4} = \mathbf{a} \text{ أداء المحفظة}$$

$$0.7 = \frac{5 - 5.525}{0.75} = \mathbf{b} \text{ أداء المحفظة}$$

$$0.325 = \frac{5 - 3.7}{4} = \mathbf{c} \text{ أداء المحفظة}$$

$$0.6 = \frac{5 - 6.5}{2.5} = \mathbf{d} \text{ أداء المحفظة}$$

$$0.754 = \frac{5 - 9.3}{5.7} = \mathbf{e} \text{ أداء المحفظة}$$

بناء على الأرقام السابقة، يمكن ترتيب المحافظ حسب أدائها على النحو التالي:

الرقم	المحفظة	مقياس الأداء
1	e	0.754
2	b	0.7
3	d	0.6
4	a	0.5
5	c	0.325

لتصنيف أداء مديري المحافظ، نستخدم معادلة الخط المستقيم: $R_p = 5 + 0.7(R)$

ونصنف أداء مدير المحفظة على النحو التالي:

$$\geq R_p = 5 + 0.7(R) \text{ أو } \langle \text{مقياس المحفظة} \rangle$$

فإذا كانت النتيجة بأن أداء المحفظة أكبر من قيمة المعادلة (خط السوق) يكون الأداء جيد و إذا كان أداء المحفظة، مساويا لقيمة المعادلة يكون الأداء مقبولا، و إذا كان أداء المحفظة أقل يكون الأداء غير مقبول، حيث يكون تصنيف أداء مدير المحفظة a على النحو التالي:

$$\geq 7.2 \text{ أو } \langle 5 + 0.7 * 4.4 \rangle$$

7.2 < 8.08 و عندها يكون أداء هذه المحفظة غير مقبول

تحديد أداء المحفظة b: ما دام أن أداء المحفظة مساويا لخط معادلة السوق فهذا يعني أن المحفظة تقع على خط

$$\text{السوق و الأداء مقبول أي أن: } 5.525 = 5.525$$

* وبما أن أداء المحفظة c أقل من معادلة خط معادلة السوق فيعد الأداء لهذه المحفظة غير مقبول : 6.75 < 6.5

* كذلك أداء المحفظة d يعد غير مقبول أيضا لأنه أقل من معادلة خط معادلة السوق 9.3 < 8.99

* وفي الأخير أداء المحفظة e أعلى من معادلة خط معادلة السوق فيعد الأداء لهذه المحفظة جيدا: 9.3 < 8.99

الترتيب	مقياس الأداء	المحفظة
1	0.5	d
2	0.4215	c
3	0.3334	E
4	0.125	A
5	0	B

لتصنيف أداء مديري المحافظ الاستثمارية (لا بد من استخدام معادلة خط السوق) حيث أن :

$$R_p < 6 + 0.5 * R$$

ومنه تكون المحافظ المقبول هي : d أما باقي المحافظ فهي غير مقبولة لأن معدل عائد المحافظ a, b, c, e أقل من معدل عائد السوق.

2-3 - مقياس جنسن: Jensen Index

نلاحظ من دراسة مقياس "Sharpe" و مقياس "treynor" أنهما اعتمدا في تحديد أداء مدراء المحافظ

الاستثمارية على الأداء النسبي كمعدل مؤوي و هو على أساس العائد المعدل للمخاطرة Risk Adjusted Return أما مقياس جنسن Jensen فيعتمد على النموذج الرياضي التالي³⁷⁹:

$$(R_p - R_f) = \alpha + \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن R_p العائد المرجح للمحفظة.

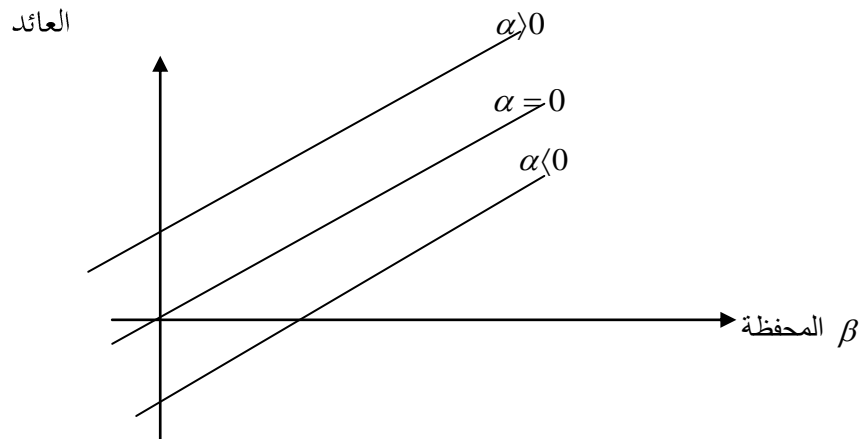
R_f العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة

β المخاطر المنتظمة للسوق

α قدرة مدير المحفظة على تقدير ألفا

R_m معدل عائد السوق

نلاحظ من مقياس جنسن أن α هي نقطة إلتقاء الخط المستقيم مع الخط العمودي حيث من الممكن أن يكون التقاطع في حالات موجبة أو نقطة الأصل أو نقطة الصفر أو السالبة أي تحت نقطة الصفر على النحو التالي:



³⁷⁹ - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 214.

فإذا كان $\alpha < 0$ فهذا يعني أن $(R_p - R_f)$ أكبر مما يستحق و هذا يعني أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق و أن هذه المحفظة تسبق السوق في أدائها، أما إذا كانت $\alpha > 0$ فهذا يعني أن أداء المحفظة أقل من أداء السوق و يكون أدائها غير جيد، و طبعاً إذا كانت $\alpha = 0$ فإن أداء هذه المحفظة مقبول و أن أدائها يوازي أداء السوق $(R_p - R_f)$ موازي للتغير في السوق.

وإذا كان لدينا عدد من المحافظ المالية و نريد أن نجد أداء هذه المحفظة فلا بد أن يكون لدينا معدل العائد لكل محفظة مع معدل العائد الخالي من المخاطرة و عائد السوق، و بواسطة تحليل الانحدار نستطيع أن نستخرج قيمة α و β وقيمة β هي التي تدلنا على أداء المحافظ الاستثمارية المراد تقييم هذه المحافظ. فإذا كانت قيمة α أكبر من الصفر يكون أداء المحفظة جيد و هو أعلى من معدل أداء السوق و تنمو المحفظة بنمو أعلى من نمو السوق، أما إذا كانت $\alpha = 0$ فإن أداء المحفظة موازي لأداء السوق، أما إذا كانت قيمة α أقل من الصفر فإن أداء هذه المحفظة يكون غير مقبول و هو أداء أقل من أداء معدل السوق.

مثال : توفرت لديك المعلومات التالية عن خمس محافظ استثمارية

المحفظة	الانحراف المعياري	β	العائد المرجح
a	6	7	12
b	5	6	25
c	3	4	6
d	4	5	5
e	7	8	14

و أن معدل العائد الخالي من المخاطرة 7% و معادلة خط السوق هي: $\hat{r}_p = 7\% + 0.5\sigma_p$

و بواسطة المعايير الثلاثة : شارب، تراينر، جنسن

- رتب أداء مدراء المحافظ تنازلياً
- تصنيف هذا الأداء إلى جيد، مقبول ، و غير مقبول.

الحل:

$$P = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

$$0.833 = \frac{7-12}{6} = \text{أداء المحفظة a}$$

$$3.6 = \frac{7-25}{5} = \text{أداء المحفظة b}$$

$$-0.33 = \frac{7-6}{3} = \text{أداء المحفظة c}$$

$$-0.5 = \frac{7-5}{4} = \text{أداء المحفظة d}$$

$$1 = \frac{7-14}{7} = \text{أداء المحفظة e}$$

و يمكن ترتيبها تنازلياً كما يلي:

المحفظة	الأداء	الترتيب
b	3.6	1
e	1	2
a	0.833	3
c	0.33-	4
d	0.5-	5

فإذا كان عائد المحفظة أكبر من عائد السوق فإن أداء هذه المحفظة جيد أما إذا كان عائد المحفظة مساويا لعائد السوق فإن الأداء مقبول، أما إذا كان عائد المحفظة أقل من عائد السوق فالأداء غير مقبول. ومنه نقول أن أداء المحفظة a و b و d أداء جيد و أداء المحفظة c و e غير مقبول.

$$P = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

$$0.814 = \frac{7-12}{7} = \text{أداء المحفظة a}$$

$$3 = \frac{7-25}{6} = \text{أداء المحفظة b}$$

$$0.25 = \frac{7-6}{4} = \text{أداء المحفظة c}$$

$$-0.4 = \frac{7-5}{5} = \text{أداء المحفظة d}$$

$$0.875 = \frac{7-14}{8} = \text{أداء المحفظة e}$$

و يمكن ترتيبها تنازليا كما يلي:

المحفظة	الأداء	الترتيب
b	3	1
e	0.875	2
a	0.714	3
c	0.25-	4
d	0.40-	5

ومنه نقول أن أداء المحفظة a و b و d أداء جيد و أداء المحفظة c و e غير مقبول. - بواسطة مقياس جنسن لا بد من إيجاد α حسب النموذج الرياضي الذي أوجده جنسن لقياس أداء المحافظ:

$$(R_p - R_f) = \alpha + \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن: $0.5 = (R_m - R_f)$ كما هو وارد في معادلة خط سوق رأس المال، و منه يمكن حساب α لكل محفظة

المحفظة	قيمة α	الترتيب
b	15	1
e	3	2
a	1.5	3
c	3-	4
d	4.5-	5

حسب هذا المعيار نقول أن : أداء المحفظة a و b و e جيد لأن قدرة مدير المحفظة على التقدير كانت أكبر من الصفر، أما أداء المحافظ c و d غير مقبول حيث أن قدرة المدير على التقدير كانت أقل من الصفر.

خلاصة الفصل الثالث:

إن الهدف من إصدار الأوراق المالية و إنجاز عملية الاكتتاب فيها عن طريق نشر كل المعلومات و تعهد الشركات المصدرة بالالتزام بها هو توفير السلعة المتداولة في سوق التداول و التقليل من المخاطر، و رغم ذلك لا يمكن تفاديها كلياً خاصة المخاطر النظامية منها و التي تسمى بمخاطر السوق فهي تختلف من سوق إلى آخر حسب تطور ذلك السوق من حيث الحجم و السيولة و درجة التركيز، و بصفة عامة فإن تطور السوق يقاس بمؤشر السوق و كلما انخفضت درجة تقلب عوائد السوق دل على تطور و تنمية السوق، و لكن تطور السوق لا يعني أنه لا يتعرض لأزمات فسوق نيويورك سوق متطور و كفؤ لكن عصفت به أقوى أزمة و هي أزمة 2008 التي سميت بأزمة الفقاعة العقارية و قد ضخحت الولايات المتحدة الأمريكية 700 مليار دولار لأنقاض الاقتصاد الأمريكي من تبعات هذه الأزمة و هذا ما دل على أن الاستثمار في العقار و السندات لا يخلوا من مخاطر وهي المخاطر في حالة التأكد، لكنها انتقلت إلى مخاطر عدم التأكد التي تقاس بالانحراف المعياري أو التباين أو معامل الاختلاف بالإضافة إلى معامل بيتا الذي يقيس المخاطر النظامية والتي جسدت في شكل نماذج رياضية مثل نموذج السوق و نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و أصبحت هذه النماذج توضع للمفاضلة بين المحافظ المالية و عمليات المضاربة و الموازنة.

الفصل الرابع :

دراسة العلاقة بين الإصدارات و المؤشرات الكمية للأسواق المالية العربية

المبحث الأول : مميزات الأسواق المالية العربية

المبحث الثاني : النموذج القياسي المستعمل في تحليل أداء الأسواق المالية
العربية

المبحث الثالث : تحليل أداء الأسواق العربية باستخدام برنامج *E-views*

مقدمة الفصل الرابع

للإصدارات علاقة وطيدة بالكفاءة رغم أن زيادة حجم الإصدار يساهم في تعزيز عمليات المضاربة و زيادة مخاطر السوق خاصة إذا كانت الإصدارات ذات جاذبية ، مما يجعل مؤشر البورصة يتغير ويتذبذب، لكن هذا الأخير لا يوضح إلا الاتجاه العام للسوق لذا سنركز على مؤشرات أخرى في هذا الفصل كمؤشرات الحجم كزيادة عدد الشركات المدرجة ومؤشرات السيولة كزيادة حجم التداول ودرجة التركيز كسيطرة عدد معين من الشركات على حجم التداول وهذه المؤشرات تدل على تطور السوق واستقراره، وكانت هذه المؤشرات في الفصل التطبيقي عبارة عن عينة مأخوذة عن الأسواق المالية العربية وهي : الأردن، السعودية ومصر حيث تم تحليل نشاط البورصات العربية و التعليق على تطورات أدائها وأخذ النتائج الخاصة بحل مشكلة البحث وتعميمها على هذه الأسواق بعد ما تطرقنا لتعريفها وتطورها التاريخي ، خصائصها ومعوقاتها، وكنخوة أخيرة قمنا بمقارنة مختلف النتائج عن طريق برنامج خاص لتحليل العلاقات الإحصائية وإعطائها التفسيرات الاقتصادية اللازمة.

المبحث الأول : مميزات الأسواق المالية العربية

لقد احتلت الأسواق المالية العربية خلال عقد التسعينات مركز مؤثرا نتيجة للتغيرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي والتي انعكست بدورها على الاقتصاديات العربية و لعل من أهم التغيرات، التقدم في تكنولوجيا المعلومات والاتصال ورفع القيود على رأس المال و تعويم أسعار صرف العملات الرئيسية و خلق أدوات مالية جديدة و تحرير الأجهزة المالية والمصرفية من القيود التشريعية و أخيرا زيادة دور القطاع الخاص و هي السياسة التي عرفت بالخصوصية.

وإذا كانت الأسواق المالية الدولية قد شهدت في السنوات الأخيرة اتجاهها مطردا نحو التدويل والعملة حيث تلاشت الحدود الفاصلة بين الأسواق المالية الأجنبية و ظهرت أسواق مالية دولية جديدة لتكتمل و أحيانا لتنافس الأسواق الوطنية في اجتذاب المستثمرين بتقديم مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تلبى مختلف رغباتهم مع توفير رؤوس الأموال اللازمة للمقترضين بأسعار تنافسية فلم تكن الأسواق العربية بمنأى عن هذا الاتجاه نحو تدويل الأسواق المالية و عولمتها³⁸⁰.

المطلب الأول: نظرة تاريخية حول الأسواق المالية العربية

بدأ التفكير في إنشاء سوق مالية عربية بصورة جديدة بعد ارتفاع أسعار البترول في أواخر 1973 و بداية 1974 حيث أصبحت الدول العربية و خاصة النفطية منها قوة اقتصادية و مالية عالمية، فمنذ تلك الفترة سجلت العائدات العربية ارتفاعا محسوسا مما استوجب التفكير في استعادتها و توظيفها في العالم العربي للاستفادة منها في تطوير اقتصاديات الدول العربية بدل تركها في الدول المتقدمة خاصة في الولايات المتحدة و أوروبا الغربية³⁸¹، فالسوق المالية العربية ضرورية لأن الفوائض المالية العربية تدهمها من لحظة إلى أخرى أخطار معتبرة كالتقلبات في أسعار الصرف لأن معظمها مقيمة بالدولار الأمريكي، هناك أيضا خطر التضخم الذي و إن اختلف من بلد غربي إلى آخر إلا أن السمة المشتركة بين تلك البلدان هي تسجيل نسب تضخم معتبرة تشارك في تأكل المدخرات المالية العربية في الأسواق المالية الغربية.

1- السوق السعودي للأوراق المالية³⁸² :

يعتبر نظام الشركات السعودي الصادر سنة 1965 و تعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية محليا، باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج، أما السوق الثانوية فهي تخضع

³⁸⁰ - خليل هندي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، ج 2 ، المفهوم القانوني للسوق المالية و مدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ، طرابلس- لبنان ، ص 65.

³⁸¹ - جبار محفوظ، الجزء الأول ، مرجع سبق ذكره ، ص 133.

³⁸² - يطلق على السوق السعودي للأسهم البورصة السعودية.

للقواعد التنفيذية التي صدرت سنة 1983 و التي بموجبها تنظم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

1-1- المراحل التي مرت بها سوق الأسهم السعودية: ويمكن حصرها في ثلاثة مراحل و هي³⁸³:

المرحلة الأولى: من 1945 إلى أوائل الثمانينات

بلغ عدد شركات المساهمة خلال فترة 1954-1975 أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، و حتى نهاية السبعينات كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، و مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينات ازدهرت عمليات بيع و شراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة و ارتفع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات و بلغت أسعار الأسهم مستويات عالية و كان انهيار السوق المالي الكويتي، بالإضافة إلى النمو المفرط سببا في التفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الأسهم.

المرحلة الثانية : التنظيم من أوائل الثمانينات إلى 2003.

و أهم خصائص هذه المرحلة هي : تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم 1983م و صدور المرسوم الملكي عام 1983، لإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم، و في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعليمات بوضع أسلوب تداول الأسهم و من أهم ما صدر فيها تشكيل لجنة إشراف على تداول الأسهم من ثلاث جهات حكومية، و في عام 1990 مبدأ العمل بنظام آلي للتداول كأول نظام إلكتروني متكامل في العالم، و بعد ذلك تم تحديثه في أكتوبر 2001 سمي باسم " تداول " .

المرحلة الثالثة : نظام السوق المالية 2003-2005.

في هذه المرحلة تأسست هيئة السوق المالية 2003/07/31 و تتمثل مهامها في

- تنظيم المشاركين وسطاء و مستثمرين و مصدري أوراق مالية.

- تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة و متابعة السوق المالية.

- تنظيم و طرح و إدراج و تداول الأوراق المالية و وضع آليات المتابعة و التقاص و التنفيذ.

2- سوق البحرين للأوراق المالية³⁸⁴ :

1-2- نشأة سوق البحرين للأوراق المالية: 2003-2005.

في سنة 1980 نشأت سوق غير رسمية " اللؤلؤة" لبيع و شراء أسهم شركات المساهمة العامة و التي عجزت على تشكيل سوق للأوراق المالية توفر الثقة و الاطمئنان لدى المستثمرين، كما عجزت أن تعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيها القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة، و ذلك لافتقارها للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح و استمرار عمل أسواق الأوراق المالية.

³⁸³ - بوكساني رشيد : الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر *Revue des Reformes*

Economique et Intégration en Economie Mondiale 2007-02N^o ص 44.

³⁸⁴ - يطلق على سوق البحرين للأوراق المالية بورصة البحرين.

وفي سنة 1987 صدر قانون خاص بإنشاء و تنظيم السوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق في سنة 1988 م و بذلك تم إرساء القواعد التنظيمية اللازمة لاستعمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسويات والمعلومات التي على ضوئها تم بدء التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989م.

2-2- إدارة سوق البحرين للأوراق المالية:

يقوم بإدارة سوق البحرين للأوراق المالية مجلس إدارة برئاسة وزير التجارة و الزراعة و عضو يمثل وزارة المالية و الاقتصاد، عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين، ثلاثة أعضاء تختارها غرفة التجارة و الصناعة البحرينية من ذوي الخبرة و الكفاءة، عضوان من البنوك الوطنية و مكاتب المحاسبة و التدقيق يختارهما رئيس المجلس، و يقوم المجلس بوضع السياسات و الاستراتيجيات العامة للسوق و القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الأوراق المالية و تحديد القواعد و الإجراءات و النظم الخاصة بإصدار و إدراج و تداول أدوات الدين في السوق و النظر في طلبات قيد الوسطاء و صانعي السوق و إدراج أسهم الشركات.

3- سوق الكويت للأوراق المالية :

تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية في أوت 1972 حيث تولى العاملون فيها تجميع ما يتم تداوله يوميا من أسهم ثم إصدار النشرة اليومية بعدد الأسهم المتداولة و أسعارها و عدد الصفقات. وفي نوفمبر 1976 صدر قرار بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية و في شهر أفريل من عام 1977 تم افتتاح بورصة الأوراق المالية الكويتية التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية و ظلت تعمل بإشراف لجنة الأوراق المالية.

يتولى وزير المالية و وضع القواعد اللازمة فيما يتعلق بالأحكام الداخلية للسوق التي تنظم قيد و قبول الأوراق على أن تصدر هذه اللائحة خلال ثلاث شهور و تشمل عضوية السوق على:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- شركات المساهمة الكويتية المفضلة بقبول لجنة السوق عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية المحدد أعمالهم و إحكام الرقابة عليهم.

4- سوق الإمارات العربية:

4-1- إنشاء السوق وإدارتها: أنشأت الإمارات العربية أسواقا لتداول الأوراق المالية و السلع و تكون كل

سوق على شكل مؤسسة عامة محلية ترخص من الهيئة، و يشترط الربط الإلكتروني المتبادل للأسواق على مستوى الدولة و يتولى إدارة السوق مجلس إدارة يصدر بتشكيله بقرار من السلطة المحلية المختصة على ألا يكون من بين أعضائه عضو في مجلس إدارة شركة مساهمة عامة، أو أن يكون وسيطا ماليا و يلتزم مدير عام السوق و نائبه و كل عضو من أعضاء السوق بالتصريح خطيا لدى هيئة الأوراق المالية و السلع.

4-2- الوسطاء:

يقتصر التعامل في الأوراق المالية المدرجة في السوق على الوسطاء المرخص لهم، كما يتعين عليهم و ممثلهم مراعاة ما يلي، الالتزام بأحكام القانون والنظم الصادرة، كذا جميع القرارات والتعليمات ذات الصلة بالسوق، الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بسمعة السوق، أو أعضائه أو المتعاملين فيه، أو المساهمة أو الترتيب لأية معاملة صورية لا تؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق المالية أو خرق قانون الأموال محل الصفقة.

5- سوق رأس المال في الأردن :

بدأ إنشاء شركات المساهمة في الأردن والتداول بأسهم هذه الشركات منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق الأوراق المالية الأردنية، فقد بدأ الجمهور الأردني الاكتتاب بالأسهم والتعامل بها منذ أوائل الثلاثينات حيث تم تأسيس البنك العربي عام 1930 كأول شركة مساهمة في الأردن و شركة التبغ و السجائر الأردنية عام 1931 و شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 و شركة مصانع الإسمنت عام 1951 كما تم إصدار إسناد قرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات.

ونتيجة لذلك ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية وذلك من خلال مكاتب غير متخصصة مما دعى الحكومة للتفكير جدياً بإنشاء سوق لتنظيم إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل و سهولته و كذلك حماية صغار المدخرين و ذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب³⁸⁵

وتجدر الإشارة إلى انه لم تكن هناك أسعار معلنة لعمليات بيع و شراء الأسهم خلال هذه الفترة³⁸⁶ الأمر الذي ترتب عليه ارتفاع التكلفة على المتعاملين بالأسهم بالإضافة إلى تذبذب و تفاوت أسعار البيع والشراء بشكل كبير³⁸⁷.

وقد دعت خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة لإنشاء مثل هذا السوق، حيث بدأت الجهات المختلفة وبدعم من الحكومة بالتحضير لإنشاء سوق منظم للأوراق المالية حيث قام البنك المركزي عامي 1967-1975 بالتعاون مع مؤسسة منبثقة على البنك الدولي بإجراء دراسات على حجم الاقتصاد الوطني و مساهمة القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة و توزيع المساهمة فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرز إنشاء هذه المؤسسة أنها ستضيف إلى السوق المالي الأردني أعمالاً اقتصادية تغطيها وتلبيتها.

و كثرمة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس ما كان يعرف بسوق عمان المالي تشكيل لجنة لإدارة سوق عمان المالي بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16-03-1977 و باشرت اللجنة مهمتها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله بتاريخ 1-1-1978، و منذ إنشاء السوق

385 - سوق رأس المال على موقع بورصة عمان www.ase.com.jo

386 - الفترة الأولى 1930-1960.

387 - الجهاز المالي و المصرفي في الأردن 1964-2004 على موقع بورصة عمان ص 52. www.ase.com.jo

أوكل إليه القيام بدورين أساسيين و هما دور الهيئة المنظمة لسوق رأس المال أو ما يعرف بـ Securities and Exchange Commission وكذلك القيام بدور البورصة التقليدية Stock Exchange للأوراق المالية³⁸⁸.

5-1- نشأة بورصة عمان:

ظل سوق عمان المالي يلي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية.

وبصدور قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1997 تم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي و أصبحت الجهة التي تتولى عملية التشريع و الإشراف و الرقابة، و أنشأت بورصة عمان بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا و ماليا تدار من قبل القطاع الخاص و لا تهدف إلى الربح و أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية، كما أنشأ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص و كجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والتقص³⁸⁹.

تولت بورصة عمان اعتبارا من 11-03-1999 مهامها كمؤسسة أهلية مستقلة إداريا و ماليا و لا تهدف إلى الربح و كجهة وحيدة مصرح لها مزاوله العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية تخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية و ذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم (23) لسنة 1997، ثم صدر قانون الأوراق المالية الجديد رقم (76) لسنة 2002 و الذي سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة.

6- بورصتا القاهرة و الإسكندرية : مر سوق تداول الأوراق المالية بمصر بأربعة مراحل أساسية هي³⁹⁰:

المرحلة الأولى: تأسست بورصة الإسكندرية سنة 1883، ثم بورصة القاهرة سنة 1898 و صدرت أول لائحة للبورصة خلال الربع الأخير من القرن التاسع عشر وتم تطبيقها في سبتمبر 1910، وبدأت البورصة بمزاولة نشاطها سنة 1929، ثم تلى ذلك صدور لوائح جديدة تبعتها تعديلات قصد تنظيم حسن سير عمل البورصات المصرية.

المرحلة الثانية: عرفت هذه المرحلة تدخل الدولة في توزيع الأرباح على المساهمين وتخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة، مع اشتراكهم في مجلس إدارات شركات المساهمة بنسبة كبيرة مما أثر سلبا على سوق التداول وأدت إجراءات التأمين سنة 1960 إلى انخفاض حجم التعامل من 626 مليون جنيه إلى 5.2 مليون جنيه سنة 1972.

³⁸⁸ - سوق رأس المال، مرجع سابق.

³⁸⁹ - دليل المستثمر على موقع بورصة عمان www.ase.com.io

³⁹⁰ - مفتاح صالح / معاري فريدة : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث العدد 2010-2009/07 جامعة محمد خيضره بسكرة ، ص 190/189.

المرحلة الثالثة: صدر خلال الفترة 1973-1983 مجموعة من القوانين تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر مثل القانون الخاص بالضرائب، تعديلات اللائحة العامة للبورصات، شركات المساهمة.... الخ، و خلال الفترة الممتدة من 1983-1991 شهدت بداية انطلاق سوق التداول المصرية، و صدر تعديل اللائحة العامة للبورصات سنة 1986.

المرحلة الرابعة : في هذه المرحلة صدر القانون الخاص بسوق رأس المال سنة 1992 الذي سمح بتنشيط و تنمية السوق واستحداث أنشطة جديدة تتعلق بترويج و تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية و الاشتراك في تأسيس شركات المقاصة والتسوية في المعاملات المالية، و تكوين و إدارة محافظ الأوراق المالية و غيرها، و في سنة 1997 صدر قرار بتنظيم سوق التداول أين تم الربط بين بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بكل ما يدور في البورصتين. وتشمل عضوية البورصة المصرية على لجنة البورصة المكونة من الأعضاء العاملين والسماسة والجمعيات العامة المنظمة للعمليات.

7- نشأة بورصة الجزائر :

جاءت فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها سنة 1987م بصدر قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية و صناديق المساهمة. و قسم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي، و الذي يمثل حق الملكية على عدد من الأسهم وزعت ما بين صناديق المساهمة و بذلك تحولت الشركات إلى شركات أسهم لتساير أحكام القانون التجاري لسنة 1975 المكمل بقانون عام 1988 و منه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم³⁹¹.

أما الفترة التي أسست فيها بورصة الجزائر كانت في 09 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 3200000 دج تحت اسم "شركة القيم المنقولة" SVM، و سميت شركة القيم المنقولة تحاشيا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية لرأس المال هذا من جهة، و من جهة أخرى انعدام النص القانوني الذي ينضم عمليات البورصة لأن التشريع التجاري الساري المفعول لم يتطرق إلى هذه النشاطات.

وتعتبر الفترة الممتدة من 1990 حتى سنة 1992 كمرحلة أولى لإنشاء بورصة الجزائر، أما المرحلة الثانية في حياة بورصة الجزائر فقد امتدت من 1992 حتى سنة 1999، ولعل أهم ما يميزها هو رفع رأس المال الاجتماعي إلى 9320000 دج³⁹² كما تم تغيير اسمها إلى بورصة القيم المتداولة BVM.

³⁹¹ - الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، رشيد بوكساني، *Revue des Reformes*

02/2007 Economique et Intégration en Economie Mondiale N° 53/52.

³⁹² - جبار محفوظ: البورصة، التسيير و خصوصية المؤسسات العمومية، الجزء 3، ص 670-671.

المطلب الثاني: العوائق التي تواجه الأسواق المالية العربية

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشياً مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواق نامية مازالت تفتقد إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة وتواجهها حملة من العوائق دون تحقيق الكفاءة و الفعالية المطلوبة و تتمثل تلك المعوقات في النقاط التالية:

1- معوقات تنظيمية تشريعية و هيكلية:

• و تتمثل أهم تلك المعوقات فيما يلي:

- ◀ كثرة إصدار القرارات و تعدد القوانين دون انسجامها مع التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية و اختلاف الجهات القائمة على تنفيذها.
- ◀ غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة و التسوية و الحفظ و الإيداع المركزي و صناديق ضمان المعاملات و غيرها من الأجهزة المساندة مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم و زيادة مخاطر الاستثمار و افتقاد الأسواق العربية إلى شركات الترويج و ضمان الاكتتاب.
- ◀ عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق و فرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة و كذا إدراجها و عدم وضوح القواعد و النظم لكل من السوق الأولية و الثانوية و ما جعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها و بضيق نطاقها.
- و يضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية و الهيكلية التي تحد من تطور أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في³⁹³:
- ▲ قصور التشريعات الاقتصادية و المالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة (أسهم عادية و سندات).
- ▲ افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة و صريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين.
- أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيما يلي:
- ✦ عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح و ليس كواجب وطني.
- ✦ عدم استفادة المصارف العربية من وجود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.
- ✦ تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

2- قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية: عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية:

³⁹³ - صلاح الدين حسن السيسى الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم : تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة الموحدة، دار الكتب الطبعة الثالثة، القاهرة 2003 ، ص 74.

- ✓ عدم وجود شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول.
- ✓ عدم كفاية السماسرة في التعامل بالأوراق المالية وعجزهم في إعطاء المشورة للمشتريين.
- ✓ محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة.
- ✓ غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار و الادخار.
- ✓ معظم الأسواق المالية العربية لا يوجد فيها أخصائيو Specialist و لا حتى صناع السوق Market Markers.³⁹⁴

3- ضيق الأسواق المالية ومحدوديتها³⁹⁵ :

تعاني الأسواق العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة حيث تساهم الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق، و يتمثل ضيق هذه الأسواق من ناحية بقلّة هذه الأدوات المتاحة للتداول و بضعف أحجام التداول و قلة عدد الشركات المدرجة بالإضافة إلى أن سوق السندات لا يزال في مراحلها الأولى حيث تعتمد الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك و المساهمات الشخصية وذلك رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات و عدم إلزامها بقواعد الشفافية و الإفصاح و يتعلق الأمر كذلك بالسندات التي تصدرها الحكومة، فعلى الرغم من اعتماد الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة إلا أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، إذ يلاحظ أن معظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب فيها من قبل البنوك وشركات التأمين و صناديق التقاعد، حيث تحتفظ هذه المؤسسات بهذه السندات وتحوّل دون طرحها للتداول، و قد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من الأدوات في الأسواق الثانوية، فإنه و بالرغم من وجود أسواق جديدة في بعض الأسواق العربية كوحدات صناديق الاستثمار والتعامل لأجل و حقوق الإصدار، إلا أن التداول في هذه الأسواق لم يرتق إلى المستوى المطلوب والجداول التالية تبين ذلك:

الجدول رقم (18) : أحجام التداول *Trading Volume* أو قيمة الأسهم المتداولة

Value traded of stocks (مليون دولار أمريكي)

بورصة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
أبوظبي	19,222	47,746	63,114	18,766	9,026	6,970	6,038.4	23,123.4	39573.1	16400.3	13332.9
بورصة عمان	21,616	17,424	28,677	13,641	9,449.7	4,023	2,793.5	4,227.6	2699.2	4827	3287.1

³⁹⁴ - فهد عبد الله الخوماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة ملك فهد الوطنية الرياض، الطبعة الثانية، ص 64.

³⁹⁵ - القطاع المالي و المصرفي و تحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي على الموقع : www.amf.org.ae

المجموع	القاهرة و الإسكندرية	بيروت	الدوحة	مسقط	فلسطين	الخرطوم	دمبي	تونس	الجزائر	الدار البيضاء	الكويت	سوق الأسهم السعودي	البحرين
1,684,862	48,954	2,032	20,585	2,214	921	969	94,735	563	0.334	9,110	59,600	1,402,953	1,387
1,108,070	64,772	994	29,927	5,211	817	893	103,297	727	0.207	22,009	130,896	682,287	1,096
997,874	87,958	1,710	48,220	8,686	1,235	543	83,096	1,689	0.313	14,077	133,650	523,129	2,088
653,458	81,173	1,038	25,317	5,905	500	1,006	47,239	1,360	0.187	16,226	103,772	337,041	473
379,585.87	57,560	1,869.71	18,452.9	3,421.5	468.9	1,018.8	16,075	1,870.4	0.1614	13,880.8	43,772.5	202,432	287.5
399,756	32,608	516	22,936	2,575	385	949	8,736	1,169	2,132.75	11,116	24,494	293,000	279.0
529,440.98	29,858.5	408.473	19,410.021	2770.248	272.734	837.311	13,273.4	1,308.4	1,351.4	5,188.3	22,009.7	424,979.6	292.4
514,654.95	22,128.8	375.173	20,566.599	2857.26	339,651	842.273	43,529	850.4	1,061.3	5,794.5	24,214.5	365,206.6	599.2
849845	40528.2	661.4	54725.1	5892.4	353.6	10672	103870	624.4	931.9	4538.4	21501.5	572164.1	714.5
560392.169	31758	635.4	25737.3	3792.8	320.1	1043.8	41218.1	138.6	229,369	4153.2	13326.7	442257.5	2916
422122.012	23040.9	971.7	18946.1	2490.3	429.1	677	35289.6	127.1	0.712	5264.3	9497.5	308437.62	330.1

المصدر: مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع: www.amf.org.ae

استمرت ظاهرة شح ملازمة للأسواق المالية العربية خلال عام 2011، و هو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات هذه الأسواق. وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع البورصات العربية قد شهد ارتفاعا نسبيا خلال العام بالمقارنة مع عام 2010، إلا أن هذا الارتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة لدى السوق المالية السعودية و بدرجة أقل لدى البورصة القطرية مع دخول بعض صناديق الاستثمار³⁹⁶ في حين كان هناك تراجع واضح في نشاط التداول لدى الأسواق و البورصات العربية الأخرى.

فقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال عام 2011 حوالي 393.4 مليار دولار، أي أعلى بنحو 3.2 % مقارنة مقارنة مع القيمة المماثلة عن عام 2010، إلا أنها أقل بشكل واضح من حجم التداول التي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة 2005-2009 فقد شهدت 12 بورصة تراجعا ملحوظا في أحجام التداول فيها خلال عام 2011 مقارنة مع العام السابق، وهذا و تظهر البيانات تراجع أحجام التداول في بورصات كل من بيروت و الكويت و مصر و دبي و عمان بنسب كبيرة تراوحت بين قرابة 50% و 70 % خلال عام 2011 كما تراجعت هذه الأحجام في بورصات أبو ظبي و البحرين و الدار البيضاء و مسقط و فلسطين و تونس بنسب تقل عن 50 % . و في المقابل ارتفعت أحجام التداول كما سبقت الإشارة في السوق المالية السعودية بشكل كبير و بنحو 45% لتبلغ 293.0 مليار دولار بنهاية عام 2011 مقارنة مع العام السابق و ما نسبته 77.2 % من إجمالي أحجام التداول في البورصات العربية مجتمعة كما ارتفع حجم التداول في بورصة قطر في نفس الفترة بنحو 20 % ليصل إلى 21.3 مليار دولار.

وفي سنة 2012 شهدت مستويات السيولة في الأسواق المالية العربية تحسنا ملموسا و خصوصا في سوقي السعودية و دبي، ويمكن تفسير تحسن مستويات السيولة في السوق المالية السعودية إلى الاكتتابات الأولية خلال هذا العام و التي بلغ عددها سبع اكتتابات و بلغ عدد الأسهم المكتتب بها أكثر من 257 مليون سهم، أيضا تم إدراج ثماني شركات للتداول خلال عام 2012. كما لعب زيادة حجم معاملات الأجانب في السوقين المذكورين أعلاه دورا في تحسن السيولة فيهما.

وقد غلب الاتجاه العام الإيجابي لمستويات السيولة على تحركات سبعة أسواق مالية عربية و هو ما دفع قيمة الأسهم المتداولة بالبورصات العربية خلال عام 2012 للارتفاع إلى حوالي 624.7 مليار دولار، أي أعلى بنحو 58 % مقارنة مع القيمة الممثلة لعام 2011، حيث شهدت سبع بورصات تحسنا في قيمة التداول فيها خلال عام 2012 مقارنة مع العام السابق.

³⁹⁶ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد لصندوق النقد العربي، ص 155.

الجدول رقم (19) : عدد الشركات المدرجة (نهاية الفترة)
Number of listed companies (end of period)

السوق	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
سوق أبوظبي للأوراق المالية	60	64	65	67	64	67	66	66	65	68	68
بورصة عمان	227	245	262	272	277	247	243	240	236	228	224
سوق البحرين للأوراق المالية	50	51	51	49	49	49	47	47	47	46	44
سوق الأسهم السعودي	86	111	126	135	146	150	158	163	166	172	176
سوق الكويت للأوراق المالية	180	196	204	205	214	216	219	210	216	216	216
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	63	73	77	73	75	76	77	75	75	75	75
بورصة الأوراق المالية بتونس	48	51	50	52	56	57	59	66	81	78	79
سوق دبي المالي	46	55	65	67	65	62	57	65	58	59	61
سوق الخرطوم للأوراق المالية	52	52	52	53	53	56	57	59	58	58	67
سوق فلسطين للأوراق المالية	33	35	37	39	40	46	48	49	49	49	48
سوق مسقط للأوراق المالية	121	125	122	120	119	130	130	131	131	131	131
سوق الدوحة للأوراق المالية	36	40	43	44	43	42	42	42	42	42	42
بورصة بيروت	16	15	13	11	24	25	26	28	30	30	30
بورصتي القاهرة والإسكندرية	603	435	373	306	212	214	213	212	215	222	222
المجموع	1621	1548	1540	1493	1437	1437	1442	1442	1494	1500	1509

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع : www.amf.org.ae

ما يلاحظ من الجدول أن مجموع عدد الشركات المدرجة في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى و هذا بالنسبة لمجموع الأسواق العربية ككل مما يدل على تنامي القطاع الحقيقي، و ما يمثل أكبر زيادة هو السوق السعودي ثم باقي الأسواق الأخرى كالكويت ، المغرب، تونس، مسقط .
أما السوق التي شهدت اتجاه نزولي شديد في عدد الشركات المدرجة هي البورصة المصرية حيث انتقلت من 603 شركة سنة 2006 إلى 212 شركة سنة 2013 ، أما باقي الأسواق فقد شهدت نوع من الاستقرار حتى خلال فترة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

الجدول رقم (20) : عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم) Number of shares traded

بورصة	2007	2008	2009	1010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ابو ظبي	52,067	49,908	36,570	19,191.3	16,396.25	16,330.14	51,518.72	58,499.58	27,823.01	29,483.64
بورصة عمان	4,479	5,442	6,022	6,988.9	4,072.34	2,384.07	2,678.18	2,321.8	2,611.58	1,836.71
البحرين	851	1,676	852	612.2	520.22	627.7	1,867.76	1,127.45	515.56	504.33
سوق الأسهم السعودي	57,886	58,831	56,740	33,208.3	48,596.93	85,983.11	52,324.51	70,203.37	65,770.3	67,722.38
الكويت	70,417	80,851	106,338	74,769.3	41,640.98	73,726.22	130,921.1	54,659.79	43,193.18	28,258.66
الدار البيضاء	262.05	223.71	286.38	356.3	256.31	231.95	196.39	225.02	237.85	294.1
الجزائر	0.035	0.0496	0.0346	0.0273	0.224	0.158	0.202	0.122	0.135	0.247
تونس	69.65	172.84	189.57	272	253.94	243.51	223.75	865.12	2,139.51	1,740.67
دبي	105,257	76,508	110,684	33,563.9	25,163.69	40,462.91	127,180.37	155,956.45	98,231.15	103,593.11
الخرطوم	9,410	282	135	166.5	106.74	171.98	80.86	135.92	123.39	308.33
فلسطين	301	339	224	230.5	184.52	147.27	208.45	181.53	4,771.78	232.76
مسقط	2,742	4,197	6,091	3,054.6	2,380.32	4,342.26	8,162.78	6,706.52	6,348.44	4,634.05
الدوحة	3,411	3,894	3,450	2,094.3	2,302.78	2,428.18	1,937.53	4,439.88	2,302.41	1,604.54
بيروت	114.96	105.52	102.59	164.7	77.5	57.04	51.41	96.79	74.95	120.47
القاهرة و الإسكندرية	15,752	22,151	36,654	27,950	62,055	36,743	29,165	57,230	49,143	68,754
المجموع	323,019	304,582	364,338	202,622.82	204,007.74	263,879.498	406,517.0	412,649.3	303,286.24	308,088

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع : www.amf.org.ae

وتغزى محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة حيث تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة. أما ما يسجل كحجم تداول في البورصات العالمية فهو يتعد كثيرا عن حجم التداول في البورصات العربية، فإن سجل هذا الأخير بملايين الدولارات ففي البورصات العالمية سجل بملايير الدولارات كما يبين الجدول التالي:

الجدول (21) : تطور حجم تداول الأسهم للبورصات العالمية

خلال سنتي 2008-2009. (مليار دولار)

Exchange	End-2008	End-2009	% change
(US) NYSE Euronext	27651	17521	-36.6%
NASDAQ OMX (US)	23845	13608	-42.9
Shanghai SE	2584	5056	95.7
Tokyo SE Group	5243	3704	-29.4
Shenzhen SE	1242	2772	123.2
NYSE Euronext (Europe)	3837	1935	-49.6
London SE	3844	1772	-53.9
Korea Ex	1435	1570	9.4
Deutsche Börse	3148	1516	-51.8
Hong Kong Exs	1562	1416	-9.3

المصدر : جبار محفوظ أسواق رؤوس الأموال - الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات - الجزء الثاني الأسواق و الأدوات المالية، الطبعة الأولى 2011 دار الهدى عين مليلة الجزائر، ص 497 نقلا عن : *websites of different stock exchanges*

من الجداول السابقة نلاحظ تراجع نشاط التداول سواءا بالنسبة للبورصات العربية أو العالمية خلال فترة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. أما القيمة السوقية لأسواق المالية العربية فقد تراجع نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي كما يبين الجدول التالي:

الجدول (22): القيمة السوقية للبورصات العربية ونسبتها للناتج المحلي الإجمالي

2011		2010		2009		2008		2007		الدولة
MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	
27210	28881	30904	26483	31889	23853	35844	21993	41233	17110	الأردن
49033	348595	54692	283916	58095	259733	63099	314451	138179	257916	الإمارات
16590	29157	20060	21930	16263	19621	19947	22151	27016	18471	البحرين
9648	46431	10612	44341	9237	43637	6304	44781	5339	38882	تونس
338873	669507	353400	455922	318751	376692	246337	476305	518984	384686	السعودية
2695	69960	2446	70367	3033	63690	3804	61085	4931	56565	السودان
26210	69972	28309	59228	23616	48268	15139	60732	23086	41901	عمان
125598	171476	123641	127332	87930	97798	76627	115269	95505	79712	قطر
86295	160626	113883	119835	93824	105993	70181	147541	135362	114565	الكويت
10285	40094	12676	37124	12843	34650	9609	29684	10894	24958	لبنان
48679	235464	84109	218387	91092	188489	85923	162464	138828	130367	مصر
60092	93574	69386	91458	74186	90553	65748	88880	75495	75224	المغرب
2016		2015		2014		2013		2012		الدولة
MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	MC	PIB	
24487.2		25366.3	37570	25493.61	35877	25761	33641	26971	30981	الأردن
91927.6		83872.6	375230	87831.72	399451	70686	387192	49523	383799	الإمارات
19221.5		19092.8	32241	22087.71	33850	18469	32900	15532	30778	البحرين
8762.1		8736.3	42070	9925.01	43422	8590	46239	8874	45673	تونس
448304.7		420656.3	646002	482896.49	753832	467341	744336	373365	711049	السعودية
2424.1		1641.0	90238	1876.62	78917	2244	72288	2192	68126	السودان
44904.2		40984.2	70255	37830.49	81797	36767	78183	30299	78111	عمان
154738.9		151892.2	166908	185814.36	210109	152589	201885	126297	192402	قطر
87288.5		87766.7	114079	100334.17	162695	108352	174179	79375	183238	الكويت
11902.7		11087.6	46500	11221.9	46470	10545	45116	10421	42900	لبنان
34462.9		54912.8	332162	69907.59	301737	61517	285458	61621	256669	مصر
57607.6		45956.6	99132	53369.12	107852	55329	103682	52605	98747	المغرب

نسبتها للناتج المحلي الإجمالي (تابع للجدول رقم 22)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	الدولة
النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	النسبة إلى % PIB	
	67.51	71.05	76.57	87.05	94.21	85.6	133	163	241	الأردن
	22.35	21.98	18.25	12.9	14.06	19.26	22.4	20	53.6	الإمارات
	59.21	65.25	56.13	50.46	56.89	91.4	82.9	90	146	البحرين
	20.76	22.85	18.57	19.42	20.77	24	21.16	14	13.8	تونس
	65.11	65.62	62.78	52.50	50.61	77.5	84.6	51.7	135	السعودية
	1.81	2.37	3.10	3.21	3.85	3.4	4.76	6.2	8.7	السودان
	58.33	46.24	47.02	38.78	37.45	47.8	49	25	55	عمان
	91.00	88.43	75.58	65.64	73.24	97.1	90	66.5	120	قطر
	76.93	61.67	62.20	43.31	53.72	95	88.5	47.5	118	الكويت
	23.84	24.14	23.37	24.29	25.65	34.1	37.06	32.4	43.6	لبنان
	16.53	23.16	21.55	24.007	20.67	38.5	48.3	52.9	106.5	مصر
	46.35	49.48	53.36	53.27	64.21	75.8	81.9	74	100.4	المغرب

المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد و قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية المنشورة على موقع صندوق النقد العربي

ونستخلص مما سبق أن أداء البورصات العربية يعتبر ضعيفا عند مقارنتها بالأسواق المالية العالمية ، أمثال الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا و أمريكا اللاتينية، و في مقابل صغر حجم رؤوس الأموال في البلاد العربية نجد العديد من الحكومات و الأفراد يلجئون إلى إيداع فائض ما توفر لديهم من أموال النفط في المصارف الأوروبية و الأمريكية و يتم التداول الآن بأرقام خيالية من الأموال العربية في الخارج على شكل إيداعات أو استثمارات أو سندات خزانة أو أسهم، و تحاط الأرقام الحقيقية بسرية تامة خاصة الحسابات في المصارف، إلا أن الأرقام تشير إلى جود 238 ألف حساب مصرفي لعرب غير مقيمين في الولايات المتحدة وحدها. و تقول بعض الأرقام أن مجمل التوظيفات و الودائع السعودية تابعة للحكومة و مؤسسات خاصة و أفراد يقارب في الولايات المتحدة وحدها 500 مليار دولار يقابلها 250 مليار دولار لدول التعاون الخليجي³⁹⁷.

كما تعزى قلة عدد الشركات المدرجة إلى سيادة نمط الشركات العائلية المغلقة في الدول العربية، و عدم رغبة هذه الشركات بإدراج أسهمها في السوق المالي تفاديا للالتزام بقواعد الإفصاح و الشفافية المطلوبة. حيث نجد أن معظم البورصات العربية لا يتجاوز عدد الشركات فيها حتى عدد الشركات المدرجة في حساب مؤشر من مؤشرات البورصات العالمية مثل مؤشر CAC40 الذي يتجاوز عدد الشركات المقيدة في فلسطين، الجزائر، الدوحة و بيروت، أما مؤشر Standard and Poor(500) composite فيتجاوز كل عدد الشركات المقيدة في البورصات العربية.

كما نلاحظ من الجداول السابقة أن أسواق الأوراق المالية العربية تتصف بـ³⁹⁸:

- ✓ صغر حجم رأس المال السوقي و الذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة حسب أسعار آخر يوم تعامل، و انخفاض نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي و يظهر ذلك في سوق الكويت، البحرين، قطر، الأردن الذي تزيد نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100 % ، أما السعودية، الإمارات فتزيد عن 50 % ، في حين تقل القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 50 % في كل من مصر، سلطنة عمان، المغرب، تونس، لبنان، السودان، الجزائر.
- ✓ قلة عدد الشركات المدرجة فيها و التي تتركز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة و ضعف حركة التداول و انخفاض معدل الدوران.
- ✓ ضعف السيولة و يبرز ذلك واضحا من خلال انخفاض عدد العمليات التي تبرم يوميا و عدد أيام التداول في السنة.

³⁹⁷ - سامر مظهر كطنجي، مرجع سبق ذكره، ص 71-72.

³⁹⁸ - مفتاح صالح /معاري فريدة : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث العدد

2010-2009/07 جامعة محمد خيضره بسكرة ، ص 191.

و يمكن توضيح النقطة الأخيرة من خلال الجدول التالي:

الجدول (23): المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة³⁹⁹ (مليون سهم)

بورصة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
أبو ظبي	40.1	206.6	202.1	145.7	76.45	65.06	64.802	206.90	171.722	85.149	126.480	167.335
بورصة عمان	17.6	18.1	22.2	24.2	27.95	16.48	9.49	11.11	10.228	8.598	6.085	10.359
البحرين	2.96	3.42	6.81	3.48	2.47	2.12	2.53	7.56	2.026	2.179	1.860	7.755
سوق الأسهم السعودي	205.4	233.4	234.4	227.0	133.37	195.95	348.10	210.98	268.362	241.651	294.897	207.461
الكويت	156.3	316.2	332.7	430	299.07	168.58	289.12	511.41	209.815	131.507	130.576	475.428
الدار البيضاء	0.718	1.044	0.913	1.150	1.408	1.017	0.924	0.811	1.434	1.812	2.119	1.174
الجزائر	0.001	0.337	0.472	0.336	0.267	2.196	1.595	2.0404 ألف	0.0014	0.0052	0.0085	0.0027
تونس	0.227	0.279	0.694	0.755	1.083	1.066	0.970	0.905	9.949	9.704	8.490	6.271
دبي	141.1	417.7	311.0	442.7	135.33	100.25	160.56	510.76	457.681	246.948	531.130	544.677
الخرطوم	32.54	40.39	1.16	0.55	0.663	0.428	0.648	0.306	0.556	0.513	1.280	0.314
فلسطين	0.97	1.19	1.38	0.91	0.92	0.744	0.586	0.861	0.643	73.989	0.695	0.548
مسقط	3.73	11.06	17.06	24.76	12.36	9.677	17.43	33.182	27.938	34.814	15.885	19.349
الدوحة	9.8	13.5	15.3	13.6	8.34	9.138	9.635	7.876	14.676	7.231	7.766	10.708
بيروت	0.581	0.473	0.440	0.422	0.675	0.320	0.233	0.204	0.339	0.237	0.761	0.216
القاهرة و الإسكندرية	36.9	62.8	86.9	144.3	111.8	298.34	148.75	117.60	195.682	259.400	410.646	332.015
المجموع	649	1326	1233.0	1460.1	812	871.366	1055.391	1622.5	1371.1	1103.8	1538.8	1779.8

المصدر: قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية المنشورة على موقع صندوق النقد العربي

www.amf.org.ae

كما أن معدل رسملة السوق ينخفض في أغلب الأسواق فكذلك حجم التداول اليومي ينخفض من سنة إلى أخرى و يعود ذلك إلى آثار الأزمة المالية العالمية ، لكن تتعافى الأسواق خلال سنة 2013 أين تحسن حجم التداول اليومي بنسب كبيرة خاصة في السعودية وسوق دبي.

4- ارتفاع درجة تركيز التداول: الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية و تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لاحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها، و انخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص⁴⁰⁰. و هذا ما يرتبط بهيمنة الأفراد الذي لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات الأسواق المالية العربية.

5- ضعف نشاط السوق الأولي: ضعف نسبة أحجام الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق العربية و يرجع ذلك إلى قلة الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم و عدم خضوعها لمراقبة السلطات، و من هذه الأسباب أيضا غياب شركات ضمان الاستثمار التي تقوم بإدارة الإصدارات و الترويج لها و ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم.

399 - و يساوي عدد الأسهم المتداولة / عدد أيام التداول خلال الفترة.

400 - عبد الحميد عبد المطلب: السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003 ص 231.

الجدول رقم (24) : حجم الإصدارات الأولية لبعض الأسواق العربية

السوق	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
بورصة عمان (عدد الإصدارات)	63	44	34	27	9	3	9	10	5	12
قيمة الإصدار(مليون دولار)	1,236.6	649.1	385.1	168.5	192.9	0.0	38.1	8.2	11.8	203.4
سوق الأسهم السعودي (عدد الإصدارات)	38	39	22	15	17	9	4	15	6	4
قيمة الإصدار(مليون دولار)	7,091.0	18,113.7	3,792.4	1,667.4	3,661.5	1,660.2	285.6	1615.1	978.4	285.6
بورصتي القاهرة والإسكندرية (عدد الإصدارات)	3,103	2,651	2,179	2,483	1,544	0	0	3	2	0
قيمة الإصدار (مليون دولار)	20,315	6,842	6,625	14,206	5,493	0.0	0	113	133	0

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

لكن هذا الحجم من الإصدارات قليل جدا إذا قارناه بحجم الإصدارات في الأسواق الناشئة مثل السوق الماليزية و أندونيسيا كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (25) : حجم الإصدارات الأولية لبعض الأسواق العربية الآسيوية لسنة 2009

الدولة	عدد الإصدارات	الحجم (مليون دولار)
ماليزيا	792	67872
أندونيسيا	48	1923

المصدر : جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال : الهياكل ، الأدوات و الإستراتيجيات، دار الهدى / الجزائر ، الجزء الثاني ، ص 658.

رغم أن هذه الإصدارات لا تبين سوى الصكوك إلا أن التباين واضح سواء من حيث العدد أو حجم الإصدار، و قد ساعد ماليزيا على تطوير سوقها المالية الإسلامية و جود عدد معتبر من الشركات و الهيئات العالمية و ما تبعتها من إبداعات للأدوات⁴⁰¹.

وما يثبت صغر حجم الإصدارات الجديدة هي نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي حيث يمكن توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (26) : حجم الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي

السوق	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الأردن	% 7.2	% 2.95	% 1.61	% 0.63	% 0.66	% 0.0	% 0.11	% 0.022	% 0.031
السعودية	% 1.84	% 3.48	% 0.88	% 0.31	% 0.54	% 0.23	% 0.038	% 0.21	% 0.15

المصدر: التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2016 على الموقع www.amf.org.ae

أكبر نسبة كانت 7 % لكن انخفضت هذه النسبة مباشرة في سنة 2008 إلى 2.95 % ثم لم تتعدى 2 % لباقي السنوات هذا في سوق عمان أما السعودية فكانت النسب إلى الناتج المحلي الإجمالي أضعف حيث لم تتجاوز 4 % لسنة 2008 ثم تراجعت إلى أقل من 1 % و لم تتجاوز هذه النسبة لباقي السنوات و هذا ما يدل على فقر الإصدارات في الأسواق العربية.

⁴⁰¹ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال : الهياكل ، الأدوات و الإستراتيجيات، دار الهدى / الجزائر ، الجزء الثاني ، ص 658.

6- التقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية:

وهي من الخصائص الرئيسية التي تميز بورصات الأوراق المالية العربية حيث تعاني من شدة التقلبات في حركة الأسعار، و يرجع ذلك إلى اعتماد الأسواق الناشئة على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض و إصدار المزيد من الأسهم و بدرجة أقل على الأرباح المحتجزة، و هذا النمط التمويلي⁴⁰² في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات في ربحية السهم و في قيمته السوقية بالتبعية، و في كل الأحوال كلما كان التقلب سعري في حدود ضيقة كلما كان ذلك مؤشرا على التطور الكبير في السوق.

الجدول رقم (27) : المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم (نهاية الفترة بالعملة المحلية)

Local Indices of stock (end of period local currency)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	1010	2009	2008	2007	2006	بورصة
4546.37	4307.26	4528.93	4290.3	2630.9	2,402.3	2,711.1	2,743.6	2,390.0	4,551.8	2,999.7	أبو ظبي
2170.29	2136.32	2165.46	2065.8	1975.6	1,995.1	2,373.6	2,533.5	2,758.4	7,519.3	5,518.1	بورصة عمان
1220.45	1215.89	1426.57	1248.9	1065.6	1,143.7	1,432.3	1,458.2	1,804.1	2,755.3	2,217.6	البحرين
7210.43	6911.76	8333.30	8535.6	6801.2	6,417.7	6,620.8	6,121.8	4,803.0	11,176.0	7,933.3	السعودية
5748.09	5615.12	6535.72	7549.5	5934.3	5,814.2	6,955.0	7,005.3	7,782.0	12,588.0	10,067.0	الكويت
11644.32	8925.71	9620.11	9114.1	9359.2	11,027.7	12,655.2	10,522.6	10,984.3	12,695.0	9,479.5	الدار البيضاء
.....	.....	.....	.....	.....	-----	-----	-----	-----	-----	-----	الجزائر
5488.77	5042.16	5089.99	4376.7	4579.9	4,722.3	5,112.5	4,291.7	1,971.3	1,936.8	1,599.1	تونس
3530.88	3151.00	3774.00	3369.8	1622.5	1,353.4	1,630.5	1,803.6	1,636.3	5,932.0	4,127.3	دبي
3118.93	2688.91	2775.33	2812.3	2748.3	2,368.5	2,367.9	2,363.4	2,720.7	2,962.1	2,972.8	الخرطوم

530.16	532.00	511.77	541.5	477.6	476.9	489.6	493.0	441.7	527.3	605.0	فلسطين
5782.71	5406.22	6343.22	6834.6	5760.8	5,588.0	6,754.9	6,368.8	5,441.1	9,035.5	5,581.6	مسقط
10436.76	10429.36	12285.78	10379.6	8358.9	8,779.0	8,681.7	6,959.2	6,886.1	9,580.5	7,133.0	الدوحة
111.41	105.09	105.88	104.1	105.1	105.3	132.8	139.6	102.4	129.2	102.4	بيروت
12344.9	7881.11	8926.58	6782.8	5462.4	501.0	1,503.5	1,403.2	1,573.1	3,412.3	2,380.8	القاهرة والإسكندرية

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

وليس قيمة المؤشر التي تعنى بالتحليل بل الاتجاه العام لهذا المؤشر هل هو صعودي أو نزولي و كلما كانت الاتجاهات حادة سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض كلما دل على عدم الاستقرار و خاصة إذا كانت تميل نحو الارتفاع الشديد تارة ثم نحو الانخفاض الشديد تارة أخرى و لتوضيح الاتجاهات سوف نعرض التغيرات المؤوية الخاصة بالمؤشرات في الجدول التالي:

الجدول رقم (28) : نسبة التغير المؤوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم

السوق	2006	2007	2008	2009	1010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
سوق أبوظبي للأوراق المالية	-42.3	51.7	-39.6	-12.2	1.4	-5.2	1.0	11.6	11.3-	4.3-	1.56
بورصة عمان	-31.6	36.3	-32.3	-5.8	2.9	0.2	2.9	9.6	2.4	4.5	2.35
سوق البحرين للأوراق المالية	1.0	24.2	-26.7	-6.2	-0.9	-1.9	2.0-	4.6	3.4-	4.7-	6.13
سوق الأسهم السعودي	-52.5	40.9	-35.6	-3.2	3.6	5.0	4.8-	7.2	23.2-	6.7-	28.22
سوق الكويت للأوراق المالية	-12.0	25.0	-39.4	-10.4	-0.4	-0.3	0.8-	2.8-	14.2-	1.9-	6.48
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	71.1	33.9	-12.0	-2.3	6.4	-3.8	3.2-	5.1	4.6-	3.2-	15.99
بورصة الجزائر	----	----	----	----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
بورصة الأوراق المالية بتونس	40.4	21.1	-14.6	5.6	-10.0	1.2	7.7-	1.9-	11.1	4.4-	2.76
سوق دبي المالي	-44.4	43.7	-60.4	-17.7	-3.2	-5.5	2.8	22.0	25.2-	12.3-	1.63
سوق الخرطوم للأوراق المالية	-6.7	-0.4	-0.1	-10.9	0.1	0.0	12.1	6.5	2.2	1.8-	6.7
سوق فلسطين للأوراق المالية	-46.4	-12.8	-31.5	-1.2	-2.8	-2.3	7.1	15.2	0.1	9.8	2.23
سوق مسقط للأوراق المالية	14.5	61.9	-35.9	-3.1	4.4	-0.3	4.1	2.8	15.2-	6.6-	0.99
سوق الدوحة للأوراق المالية	-35.5	34.3	-26.1	-6.1	12.8	4.6	1.8-	8.0	10.5-	9.0-	0.01
بورصة بيروت	-8.7	26.2	-31.5	7.9	2.7	-4.8	5.1	0.0	0.3-	0.6	5.25
بورصتي القاهرة والإسكندرية	6.3	43.3	-33.2	-22.4	4.0	-9.4	6.2-	20.7	7.1-	4.5-	56.64

المصدر : مجموعة من النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org.ae

هناك تذبذبات حادة في تغيرات المؤشرات خاصة في سوق الأسهم السعودي و فلسطين و الدوحة حيث توجد اتجاهات صعودية و نزولية مما يهدد أرباح صغار المستثمرين و يهددهم بالإفلاس و سوف يتم توضيح ذلك في العينة المختارة من خلال حساب الانحراف المعياري لكل مؤشر.

7- عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية:

تتمثل العوائق التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيما يلي:

7-1- قيود معلوماتية: و تتمثل في النقاط التالية:

◀ غياب ثقافة البورصة لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.
 ◀ ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، و عدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.
 ◀ عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على درجة كافية من الإفصاح، و عدم التقيد بمعايير المحاسبة و التدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية، مما يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة.

◀ عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين، و خصائص الأوراق المالية.

7-2- قيود مالية: و تتلخص أهمها في:

◀ فرض الضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
 ◀ أثر التضخم على عائد السندات.
 ◀ قيود تحويل العملات الأجنبية.

المطلب الثالث: شروط القيد و الإدراج في الأسواق المالية العربية

1- شروط ومتطلبات الإدراج في البورصة السعودية⁴⁰³:

أن تكون شركة مساهمة عامة و تكون أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودي، و فيما يخص الأسهم النقدية التي يكتب بها المؤسسون أو الأسهم العينية، أو حصص التأسيس، فلا يجوز تداولها في السوق قبل نشر الميزانية و حساب الأرباح و الخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين، كما يجب أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً بصورة من النظام الأساسي و قائمة بأعضاء مجلس الإدارة و نموذج لشهادة ملكية أسهمها.

2- الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية :

يقوم سوق البحرين للأوراق المالية بدراسة مستفيضة لكافة الطلبات التي تتقدم بها الشركات لإدراج أوراقها المالية أو قبول تداولها في سوق البحرين للأوراق المالية و عند توافر الشروط و البيانات التي يطلبها السوق من هذه الشركات يتم السماح بإدراج أو قبول التداول، و يحرص السوق على وضع الشروط و الضوابط من أجل رعاية مصالح المتعاملين في السوق و الحفاظ على استثماراتهم و توفير أقصى قدر من الحماية لها أثناء تواجدها في السوق.

☞ و فيما يلي نقدم تفصيلاً لشروط الإدراج و قبول تداول الأوراق المالية بسوق البحرين للأوراق المالية⁴⁰⁴:

✓ أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامان ميلاديين و أصدرت ميزانيتين سنويتين مدققتين.

⁴⁰³ - رشيد بوكساني، مرجع سابق ص 45.

⁴⁰⁴ - المطبوعات الخاصة بسوق البحرين للأوراق المالية بعنوان : الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية.

- ✓ أن لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500000 دينار أو ما يعادلها من العملات الأخرى و ألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن 500000 سهم و ما زاد عن ذلك فيجب أن تكون الأسهم مدفوعة بنسبة 50 % على الأقل.
- ✓ ألا تقل قيمة الأسهم الصادرة للشركة في السوق عن النسبة المدفوعة من القيمة الاسمية للسهم.
- ✓ ألا يقل حجم التداول في أسهم الشركة الحد الذي يحدده السوق.
- ✓ ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم.
- ✓ أن تكون حقوق المساهمين في الشركة متساوية بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم.
- ✓ أن يزيد مجموع صافي موجودات الشركة بحوالي 20 % من رأسمالها المدفوع.
- ✓ ألا يقل مجموع المبيعات السنوية عن 500000 دينار.
- ✓ أن تكون الشركة قد حققت أرباحا في سنتين ماليتين متتاليتين سابقتين على تقديم الطلب.
- ✓ أن تصدر الشركة ميزانية نصف سنوية.
- ✓ أن تصدر الشركة التقارير المالية السنوية و الحسابات الختامية المدققة خلال ستة أشهر أو شهور من تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة.
- ✓ أن تتعقد الجمعية العامة العادية مرة على الأقل في السنة و ذلك خلال الشهور الستة التالية لانتهاء السنة المالية للشركة.
- ✓ أن يكون للشركة مكتب تحويل و مكتب تسجيل في البحرين.
- ✓ أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج للشركات المساهمة.
- ✓ أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من حيث موجوداتها و سيولتها و توازن هيكلها المالي و كفاءة الإدارة.
- ✓ أن تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها و نتائج أعمالها في وسائل النشر اليومية و ذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.
- ✓ أية شروط يقررها المجلس من وقت إلى آخر.

3- شروط الإدراج في سوق عمان المالية :

يمكن تلخيص شروط الإدراج في بورصة عمان في النقاط التالية :

- ✓ أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج الأسهم في السوق الموازية
- ✓ أن تكون الشركة قد بدأت نشاطها الفعلي و بشكل مستمر.
- ✓ أن لا يقل ما في حقوق المساهمين في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75 % من رأس المال المدفوع.
- ✓ أن تقدم الشركة القوائم المالية الختامية و ذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين و لمرة واحدة على الأقل.

✓ على الشركة أن تقدم طلب الإدراج مرفوقا بطلب الإدراج المقرر من قبل السوق و نسخة من عقد التأسيس و النظام الأساسي للشركة، و كشف بأسماء المساهمين قبل شهر من تاريخ طلب الإدراج و كذا أعضاء مجلس الإدارة.

4- شروط الإدراج في البورصة التونسية:

يستلزم الإدراج في بورصة تونس جملة من الشروط :

✓ وجود حد ادني للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية و 300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.

✓ أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الأقل قبل الإدراج.

✓ تحقيق أرباح صافية للسنتين الأخيرتين من الإدراج.

✓ الالتزام بطرح 20 % من أسهم رأسمال الشركة للتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة، وضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

5- شروط الإدراج في بورصة الجزائر⁴⁰⁵: يمكن التمييز بين :

5-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج:

✓ أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم

✓ تحديد قيمة كل سهم

✓ القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في السندات إلى إذا كانت الأوراق المالية التي تستند إليها مقبولة في التسعيرة

✓ الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

✓ القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد السهم ولا في عدد الملاك.

5-2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار، لإصدار 20 % من رأسمالها في شكل قيمة منقولة على الأقل، نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة، تقديم جملة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباحا خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول، إعلان شركة بورصة تسيير القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة، تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي، أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالمهيكل التنظيمي لها.

⁴⁰⁵ - بوكساني رشيد ، مرجع سبق ذكره نقلا عن Guide de COSOB – guide de l'introduction 1997 ص 53.

6- شروط التسجيل في سوق NASDAQ⁴⁰⁶ الوطني

رغم الشروط التي تفرضها البورصات العربية لأدراج الشركات في أسواق أوراقها المالية إلا أنها لا ترقى إلى درجة الشروط التي تفرضها البورصات المتطورة كبورصة *New York* فهي أقل صرامة لأن اقتصادياتها تعد أقل تطوراً، و من أهم شروط التسجيل في سوق *NASDAQ* الوطني ما يلي⁴⁰⁷:

- ✓ ألا يقل رأس مال الشركة عن حوالي 30 مليون دولار.
- ✓ ولا تقل القيمة السوقية عن حوالي 18 مليون دولار.
- ✓ و عدد الأسهم عن حوالي 1.1 مليون سهم.
- ✓ و أن لا يقل سعر السهم عند التسجيل عن 5 دولارات و أن لا يقل عن دولار فيما بعد ذلك.
- ✓ بالنسبة لعدد المستثمرين يجب أن لا يقل عن 400 شخص كل شخص يملك على الأقل 100 سهم.
- ✓ كما تقوم الشركة المسجلة في السوق بدفع 125 ألف دولار عند التسجيل و حوالي 50 ألف دولار سنوياً.

و في الأخير نقول لو أن هذه الشروط طبقت على البورصات العربية لعدت من الشروط التعجيزية و لو تحقق هذه الشروط في بعض الشركات لعدت على رؤوس الأصابع و ربما تنعدم في بعض الأسواق.

المطلب الرابع: تطورات أسواق الأوراق المالية العربية خلال السنوات الأخيرة

جاء أداء الأسواق المالية العربية خلال عام 2015 سلبياً بشكل عام و ذلك مقارنة مع عام 2014، فقد إنخفضت القيمة السوقية للبورصات العربية بأكثر من 138 مليار دولار، كما سجلت أحجام التداول تراجعاً ملموساً تجاوزت نسبته 31%⁴⁰⁸، و يرجع هذا الإنخفاض إلى تراجع أسعار النفط العالمية إضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية و تأثيراتها على الأسواق المالية بشكل عام والناشئة بشكل خاص إلى جانب قرارات البنك الشعبي الصيني المفاجئة حول تخفيض سعر صرف الإيوان الصيني.

1- تطور تعاملات الأجانب في أسواق المال العربية

تأثرت تعاملات الأجانب إيجابياً في بداية سنة 2015 مع إدراج أسواق الإمارات و قطر في مؤشرات الأسواق الناشئة، و وبدأ بالسماح للمستثمرين للأجانب بالتداول في السوق السعودي، إلا أنها عادت لتشهد تراجعاً خلال الشهور الأخيرة من العام حيث شهدت قيمة تعاملات المستثمر الأجنبي في البورصات العربية تراجعاً ملحوظاً خلال سنة 2015 مقارنة مع العامين السابقين كما يوضحه الجدول التالي⁴⁰⁹.

⁴⁰⁶ - National Association of Securities Dealers بدأ سوق نازداك أعماله في عام 1981 كوسيلة لتنظيم تداول أسهم الشركات الكثيرة التي لم تحظ بفرض التسجيل في سوق نيويورك الشهير حيث كانت أسهم هذه الشركات تباع و تشتري عن طريق صناع السوق فيما يعرف بسوق من على الكاونتر Over-the-counter كون الأسهم كانت تباع و تشتري من على الطاولة، و عند إنشاء سوق نازداك للتداول الإلكتروني و الذي تتولاه الجمعية الوطنية لبائعي الأسهم NASD أصبح هذا السوق بلا كاونتر و لا يوجد بشكل كيان عمراي على الإطلاق.

⁴⁰⁷ - فهد بن عبد الله الحويجاني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة ملك فهد الوطنية الرياض، الطبعة الثانية، ص 76.

⁴⁰⁸ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2016، ص 210.

⁴⁰⁹ - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2016، العدد السابع و الثمانون، صندوق النقد العربي، ص 11.

الجدول رقم (29) : تطور تعاملات الأجنبي في أسواق المال العربية

(2011-2015)

السنة	2011	2012	2013	2014	2015
شراء	31810	36831	61365	105279	62387
بيع	33745	36919	58286	100631	61637
صافي	1934-	88-	3079	4648	750

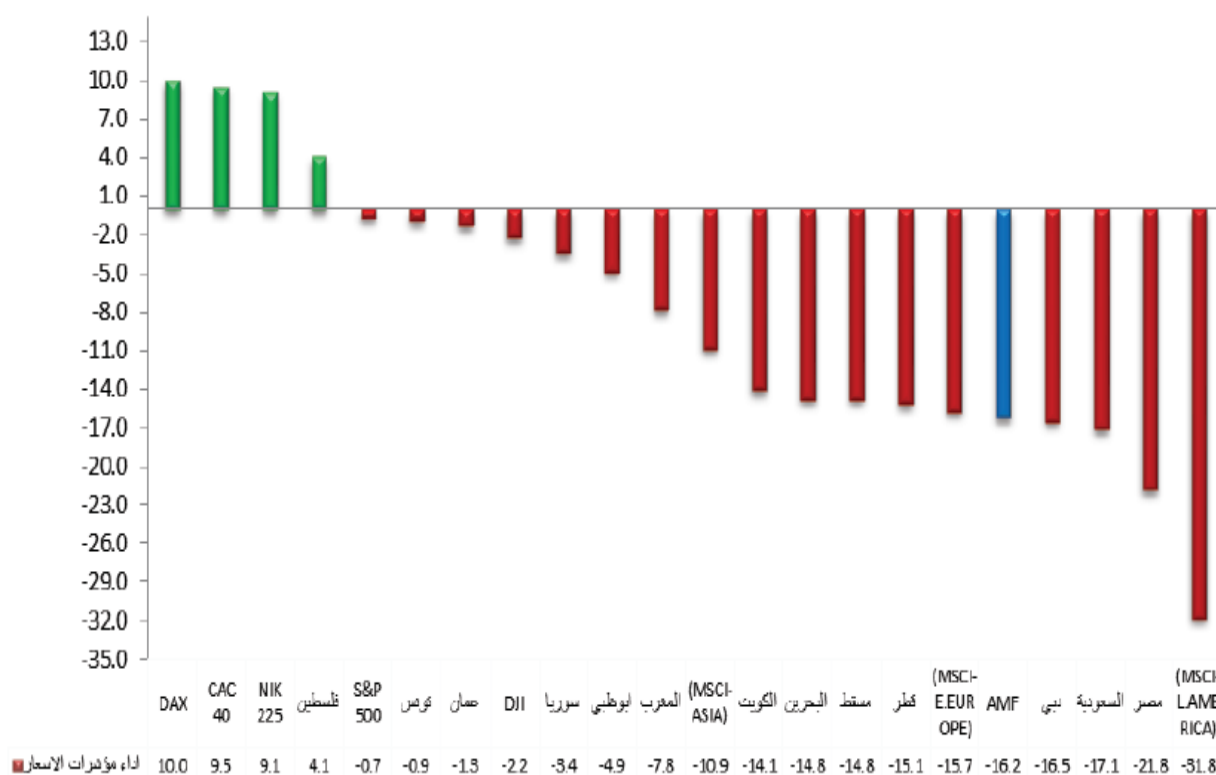
المصدر : التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2016 لصندوق النقد العربي ص 215.

و يغزى جزء من ذلك التراجع إلى حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية و الناشئة، وبشكل خاص التراجع الحاد في بورصات اليونان و الصين إلى جانب تزايد المخاوف لدى المستثمر الأجنبي من تباطؤ معدلات النمو في الاقتصاديات العربية نتيجة لتراجع أسعار النفط

2- أداء البورصات ومؤشرات الأسعار:

شهد المؤشر المركب لصندوق النقد العربي، و الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة، تحسنا في مؤشرات الأسعار و سجل تراجعا بنهاية عام 2015 بلغت نسبته نحو 16.2 % مقابل نسبة ارتفاع بلغت نحو 3.2 % عن العام السابق⁴¹⁰.

الشكل رقم (45): أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية



410 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي، 2016 ، ص 213.

المصدر: قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2011، العدد السابع و الستون، صندوق النقد العربي، ص6.

عند المقارنة مع الأسواق الأخرى جاء أداء الأسواق المال العربية متماشيا في هذا السياق مع أداء معظم الأسواق المالية في الأسواق الناشئة و الاقتصاديات النامية حيث انخفضت مؤشرات (MSCI) للأسواق الناشئة في كل من أمريكا اللاتينية و أوروبا الشرقية و أسواق شرق و جنوب آسيا بنسب 31.8 و 15.7 و 10.9 في المائة على التوالي خلال العام . في المقابل كان أداء الأسواق المالية في الإقتصادات المتقدمة أفضل بصورة ملحوظة حيث سجلت معظم مؤشرات هذه الأسواق إرتفاعات متفاوتة خلال العام، إذ إرتفعت مؤشرات (DAX) الألماني و (CAC40) الفرنسي و (Nikkei225) الياباني بنسب 10 و 9.5 و 9.1 على التوالي فيما أنهى مؤشر (SandP-500) الأمريكي العام بتغير طفيف دون واحد في المائة.

المبحث الثاني : النموذج القياسي و النسب المالية المستعملة في تحليل أداء الأسواق المالية العربية

المطلب الأول: تقديم و صياغة النموذج الخطي البسيط

إن مختلف الظواهر لا تتطور بصفة عفوية بل هناك مسببات تؤدي إلى التغير عبر مراحل و أوضاع معينة، و لدراسة هذه الظواهر تتبع الخطوات التالية⁴¹¹:

- ✓ تحديد المتغير التابع أي الظاهرة المدروسة تحديدا دقيقا.
- ✓ تحديد العوامل المؤثرة في هذه الظاهرة و ترتيبها ترتيبا تصاعديا حسب أهميتها.
- ✓ اختيار العامل الأكثر تأثيرا في هذه الظاهرة.
- ✓ تحديد نوع العلاقة بين المتغير التابع و المتغير المستقل، و ذلك من خلال كوكبة النقاط المشكلة من القيم السابقة للمتغير التابع و المستقل، فهذه العلاقة إما أن تكون خطية أو غير خطية، و إما أن تكون عكسية أو طردية أو لا توجد علاقة.
- ✓ وضع الصياغة الرياضية لشكل العلاقة (خطية أو غير خطية)
- ✓ وضع الشكل النهائي للنموذج مع فرضياته.
- ✓ دراسة صلاحية النموذج باستعمال الأدوات الإحصائية و القياسية.
- ✓ تحليل البواقي مع إمكانية تحسين النتائج المتحصل عليها.
- ✓ تجريب النموذج.
- ✓ عملية التنبؤ.

⁴¹¹ - جلاطو جيلالي: الإحصاء التطبيقي مع تمارين و مسائل محلولة، الدار الخلدونية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1428 م-2007 م، ص13.

ولتوضيح هذه المراحل نفترض أنه لدينا مؤشرين (y و x) يمثلان ظاهرة ما و العنصر الأساسي المؤثر فيها هو (x)، أفواج القيم التالية تمثل تطور المؤشرين المذكورين:

$$x : x_1, x_2, x_3, \dots, x_n \quad y : y_1, y_2, y_3, \dots, y_n$$

(y) هو المتغير التابع الذي يعبر عن القيم الفعلية أو الناتج.

(X) المتغير المستقل، و يعبر عن القيم المسببة.

إن العلاقة الخطية البسيطة بين المؤشرين هي العلاقة المستقيمة التي يعبر عنها بواسطة معادلة المستقيم من

الشكل $y = a + bx + \varepsilon$ وهي أبسط العلاقات الرياضية التي تمثل بها العلاقة بين مؤشرين.

يمكن من خلال هذه المعادلة رسم المنحنى البياني الممثل للقيم التقديرية و التي تختلف عادة عن القيم

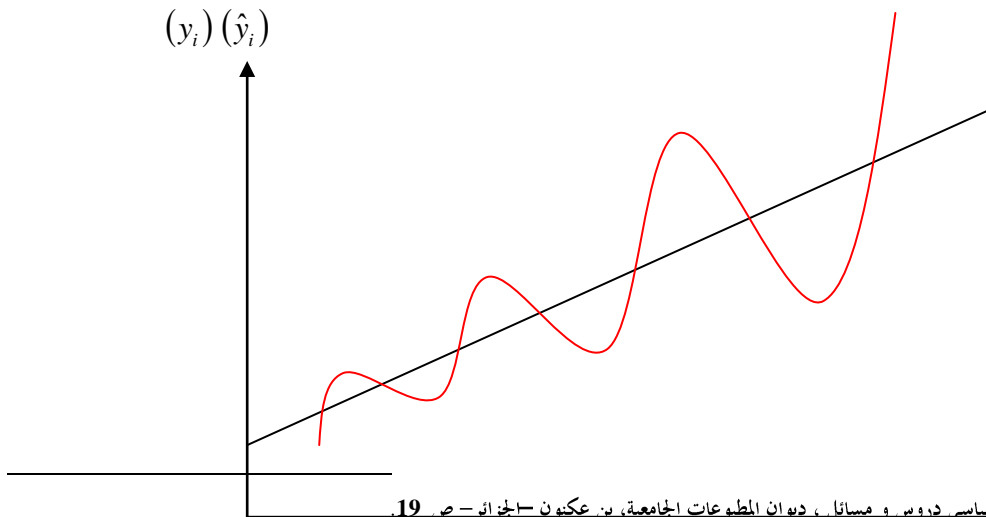
الفعلية، مقدار هذا الاختلاف يرمز له عادة بالرمز (ε_i) و يسمى بالخطأ المرتكب في تقدير قيم (y_i) أي أن

القيمة الفعلية (y_i) للظاهرة المدروسة هي عبارة عن القيمة النظرية (\hat{y}_i) المحصل عليها بواسطة معادلة الانحدار

المقترحة لتمثيل الظاهرة زائد حد الخطأ المرتكب (ε_i) أي أن $y_i = \hat{y}_i + \varepsilon_i$

ومن بين هذه الأخطاء يمكن أن نشير إلى ⁴¹²:

- الخطأ في اختيار نوع معادلة التمثيل: إن مقدار الخطأ المرتكب في تقدير قيمة (y_i) عن طريق قيم (\hat{y}_i) يتوقف كثيرا على صحة و دقة اختيار معادلة الانحدار المقترحة لتمثيل الظاهرة المدروسة.
- أخطاء القياس و هي الأخطاء الممكن ارتكابها عند قياس قيم المؤشرات (y_i, x_i) التي تعبر عن تطور الظاهرة المدروسة و العوامل التي تتحكم فيها هذه الأخطاء سوف تؤثر من خلال نموذج الانحدار المقترح على قيم (\hat{y}_i) التقديرية.
- الأخطاء غير المفسرة وهي أخطاء تنتج عن إهمال بعض العوامل (أساسية أو غير أساسية) المؤثرة في الظاهرة المدروسة و عدم إبرازها في نموذج الانحدار المقترح.
- عدم تمثيل هذه العوامل في المعادلة الرياضية يؤثر أيضا على قيم (\hat{y}_i) المحصل عليها بواسطة هذه المعادلة وبعدها أكثر فأكثر عن قيم (y_i)



⁴¹² - مكيد علي : الاقتصاد القياسي دروس و مسائل ، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون - الجزائر - ص 19.

(x_i)

فالمنحنى الأمثل الذي يمثل الاتجاه العام أحسن تمثيل هو ذلك الذي يكون فيه الفرق بين كل قيمة تقديرية وقيمة فعلية أقل ما يمكن، فمن بين المنحنيات المختلفة نسعى إلى اختيار ذلك المنحنى الذي يشمل أكبر عدد ممكن من القيم الفعلية أو يقترب منها جدا.

1- المقصود بالمعلمتين a ، b

المعلمتان a ، b قيم ثابتة مجهولة تمثل معالم الدالة محل الدراسة، و المقصود بكل واحدة منهما ما يلي:
 b : هي عبارة عن ميل خط انحدار المجتمع، و هي تشير إلى التغير الذي يحدث لمتوسط توزيع المتغير y إذا تغيرت قيمة المتغير x بمقدار وحدة واحدة.

a : هي جزء من محور الصادات محصور بين خط انحدار الدالة و نقطة الصفر، و عليه عندما تكون قيمة x صفرا، فإن a تصحح هي قيمة متوسط توزيع Y عندما تكون x صفرا و ذلك وفق المعادلة التالية⁴¹³:

$$E(y/0) = a$$

2- العلاقات الإحصائية:

مثل الارتباط $Correlation$ و الانحدار $Regression$ وتسمى رياضيا معامل الارتباط ومعامل الانحدار و تستخدم في الدراسات التي يكون لأفرادها متغيران يتغيران في وقت واحد، و يكون هدف الدراسة تحديد نوع العلاقة التي تربط بين هذين المتغيرين. مثل دراسة العلاقة بين الإشهار والمبيعات، أو العلاقة بين عدد الآلات وحجم الإنتاج⁴¹⁴.

2-1- معامل الارتباط الخطي لبيرسون

يستخدم لقياس التغير الذي يطرأ على المتغير التابع عندما تتغير قيم المتغير المستقل أو العكس، و يستخدم هذا المقياس في حالة العينات الكبيرة و البيانات الكمية و له الخصائص التالية⁴¹⁵:

- قيمته تساوي الصفر عندما تكون الظاهرتان مستقلتان تماما.
- قيمته موجبة عندما يكون الارتباط طرديا، و يكون الارتباط قويا عند اقتراب قيمته من الواحد الصحيح، وضعيفا عندما يقترب مقداره من الصفر.
- قيمته سالبة عندما يكون الارتباط عكسيا، و يكون الارتباط قويا عند اقترابه من (-1) و يضعف عندما يكون المقدار سالب قريبا من الصفر.

413 - نجاة رشيد الكبيخيا، أساسيات الاستنتاج الإحصائي، دار المريخ ، المملكة العربية السعودية، الرياض، 2007 م، ص 357.

414 - وليد عبد الرحمن خالد القرا ، تحليل بيانات الاستبيان باستخدام البرنامج الإحصائي $spss$ ، الندوة العالمية للشباب الإسلامي، إدارة البرامج و الشؤون الخارجية،

1430هـ/ص 29.

415 - الارتباط ليس الأداة المناسبة للاستخدام إذا كان الغرض عملية التنبؤ، مع ملاحظة أن تحليل الارتباط قد يكون خطوة مبدئية لتحليل الانحدار.

2-2- مقياس معامل الارتباط : الخط البياني التالي يوضح قوة الارتباط من الصفر إلى الواحد.



2-3- معامل التحديد:

معامل التحديد يوضح لنا مدى جودة توفيق خط الانحدار المقدر لبيانات العينة المستخدمة في تقديره، و يرمز لهذا المقياس بالرمز r^2 في حالة الانحدار البسيط، ويرمز له بالرمز R^2 في حالة الانحدار المتعدد، ويعني كم يفسر متغير من متغير آخر، مثال ذلك الزيادة في الدخل (متغير) يؤدي إلى زيادة 2% من اليد العاملة (متغير آخر).

و بحسب رياضيا كما يلي:

معامل التحديد = مربع معامل الارتباط

المطلب الثاني : الانحدار الخطي المتعدد

تكلمنا عن الانحدار الخطي البسيط ويمكن تعريفه بأنه عبارة عن إيجاد معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين متغيرين وتستعمل لتقدير قيم سابقة و التنبؤ بقيم مستقبلية.

أما في هذا المطلب فسوف نتكلم عن الانحدار الخطي المتعدد **Multiple Linear Regression** والذي يستخدم للتنبؤ بتغيرات المتغير التابع الذي يؤثر فيه عدة متغيرات⁴¹⁶ مستقلة، فيإمكاننا أن نتنبأ بقيمة مبيعات العام القادم اعتمادا على دراسة سلوك متغيرات أخرى كالعمر و التعليم و سنوات الخبرة، فإنتاجية العامل مثلا لا تعتمد على متغير التخصص فقط بل تعتمد على مستوى المهارة و الخبرة أو التدريب وغيرها⁴¹⁷.

إن فرضيات النموذج الخطي المتعدد هي نفسها فرضيات النموذج البسيط يضاف إلى ذلك فرضية عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة⁴¹⁸.

و المعادلة الخطية في الانحدار الخطي المتعدد هي:

$$y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + e$$

حيث:

$$Y = \text{المتغير التابع}$$

416 – تحليل الانحدار و تحليل السلاسل الزمنية يساعد في معرفة العلاقة بين المتغيرات و من ثم استخدام العلاقة في التنبؤ.

417 – محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام **spss** ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008 ، ص 57.

418 – سعد زغلول بشير، دليلك إلى البرنامج الإحصائي **spss** ، الإصدار العاشر، المعهد العربي للتدريب و البحوث الإحصائية، بغداد / العراق ، 2003 ، ص 180.

a = قيمة ثابتة

b_1 = ميل الانحدار y على المتغير المستقل الأول.

b_2 = ميل الانحدار y على المتغير المستقل الثاني.

x_1 = المتغير المستقل الأول.

x_2 = المتغير المستقل الثاني.

ويمكن استعمال الانحدار الخطي المتعدد في حالة توافر الشروط التالية:

- خطية العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع.
- التوزيع الطبيعي للبيانات في المتغيرات المستقلة و المتغير التابع.
- يجب أن تكون قيم المتغير التابع من المستوى الترتيبي على الأقل.

➤ انحدار المنحني:

قد تكون العلاقة بين متغيرين خطية أو قد تكون على شكل منحنى أو بأي شكل آخر و بالتالي يجب علينا أولاً أن نقوم برسم مخطط الانتشار لمعرفة هل العلاقة التي تربط بين المتغيرين خطية أم غير خطية، فقد تكون العلاقة جيدة بين متغيرين باستعمال معادلة الانحدار الخطي، لكننا لو استخدمنا المعادلة التربيعية Quadratic Equation أو غيرها فقد نجد أن معامل الارتباط أكثر دقة و أعلى قيمة، و ذلك في حالة كون خط الملائمة الأفضل ليس خطاً مستقيماً بل منحنياً⁴¹⁹.

المطلب الثالث : قانون التوزيع الطبيعي

يسمى هذا القانون أيضاً بالقانون المعتدل، أو قانون لابلاس - قوس و بلا شك أن هذا هو أكثر القوانين استخداماً في المجال العلمي و التحليل الإحصائي و يكتسي هذه الأهمية للعديد من الأسباب، نذكر منها⁴²⁰:

- الكثير من الظواهر الطبيعية والاجتماعية والاقتصادية و البيولوجية تتبع هذا التوزيع، مثل ذلك أطوال الأشخاص وأوزانهم، الإنتاجية، و التحصيل العلمي.....إلخ.
- يستخدم هذا التوزيع كتقريب للعديد من التوزيعات الاحتمالية متقطعة كانت أو مستمرة تحت شروط معينة.
- له أهمية كبيرة في الاستقراء الإحصائي (كاختبارات الفروض، مجالات الثقة)
- قيم هذا التوزيع مجدولة وبالتالي تسهل حساب الاحتمالات.

1- القانون الاحتمالي للتوزيع الطبيعي:

⁴¹⁹ - محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام SPSS ، مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁴²⁰ - رجال السعدي: الإحصاء الرياضي، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، 2005/2004، ص 68.

لنفترض انه لدينا m و δ عددان حقيقيان، δ موجب تماما، نسمي قانون التوزيع الاحتمالي المعروف في المعلمتين m و δ والذي نرسم له بالرمز $N(m, \delta)$ للمتغير العشوائي المستمر X القانون الذي له تابع كثافة معرف بالصيغة التالية:

$$f(x) = \frac{1}{\delta\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2\delta^2}(x-m)^2} / -\infty \leq x \leq +\infty$$

حيث أن :

x : المتغير العشوائي الطبيعي و هو معرف على المجال $]-\infty, +\infty[$ و هذا ما يعبر عنه أحيانا كما يلي : $x \in R$
 e : أساس اللوغاريتم الطبيعي ($e = 2,718\dots$) و هو مقدار ثابت.
 π : ثابت و قيمته : 3,14.

m : وسيط حسابي وهو مقدار ثابت حقيقي يعكس متوسط المجتمع.

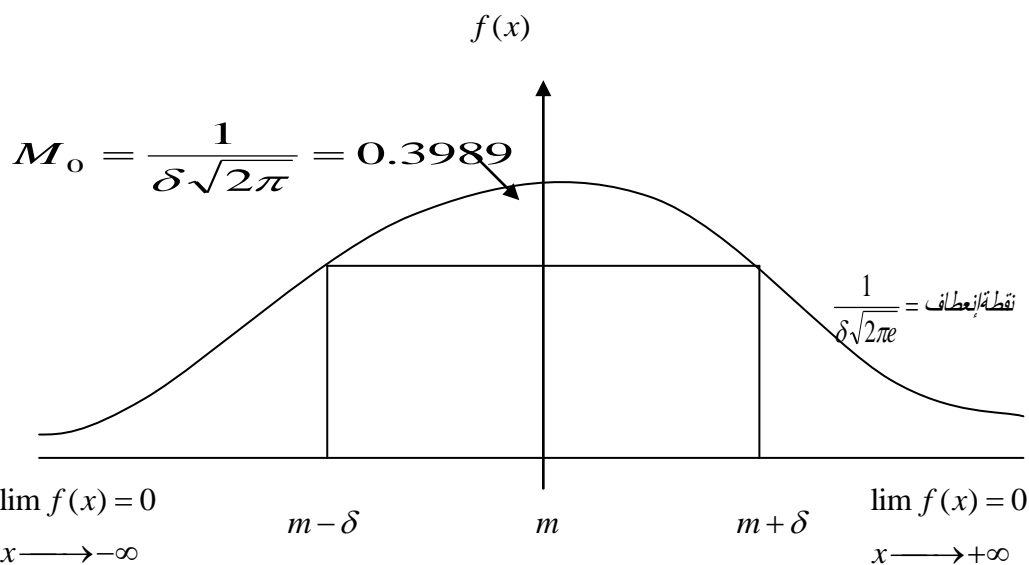
δ : مقدار ثابت حقيقي موجب، و يعكس الانحراف المعياري لتوزيع المجتمع.

نقول أن التوزيع الطبيعي N و هو توزيع معرف في المعلمتين m و δ و يعبر عن ذلك بصورة ملخصة كما يلي $N(m, \delta)$:

2- التمثيل البياني لقانون التوزيع الطبيعي

إن المنحنى المقابل الممثل لتابع الكثافة المقابل للتوزيع الطبيعي هو بمثابة شكل جرسى، و هذا من ناحية التمثيل البياني، له مجموعة من الخصائص يمكن الوقوف عليها من خلال تطلعنا إلى الشكل التالي :

الشكل العام لقانون التوزيع الطبيعي و بعض الخصائص الهامة



المصدر: رجال السعدي: الإحصاء الرياضي، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، 2005/2004، ص 68.

3- خصائص التوزيع الطبيعي:

التوزيع الطبيعي له مجموعة من الخصائص منها ما يتم الوقوف عليه من خلال تطلعنا إلى المنحنى المقابل للتابع ومنها ما يتم بلوغه بالتركيز على الجانب النظري للتوزيع من الناحية النظرية.

✓ أن المحني يكون دائما موجبا، لأنه يقع كلية فوق محور السينات أي : $\forall x: x \in R; f(x) \geq 0$

✓ المساحة تحت المنحنى المقابل لتابع التوزيع الطبيعي تساوي الواحد، أي : $\int_{-\infty}^{+\infty} f(x)dx = 1$

✓ لهذا التوزيع قيمة قصوى واحدة يمكننا بلوغها من خلال إيجاد المشتق الأول للتابع $f(x)$ وجعله مساوي للصفر.

✓ لهذا التوزيع أو المنحنى نقطتا انعطاف.

✓ المتوسط = النمط = الوسيط (توزيع متناظر - متمائل حول العمود المقام على الوسيط)

✓ هذا التوزيع بالتعريف ليس بالطويل (متطاول) ولا قصير (متفطح) و لا ملتو (متناظر).

✓ يتقارب طرفا المنحنى أو التوزيع من الصفر عندما يكون : $x \rightarrow +\infty$ أو $x \rightarrow -\infty$

4- تابع التوزيع :

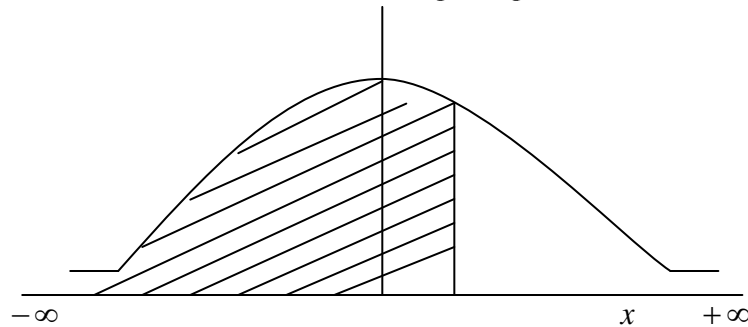
نعرف أن تابع التوزيع $F(x)$ لمتغير عشوائي مستمر x و يساوي إلى :

$$F(x) = P(X \leq x) = \int_{-\infty}^x f(x)dx$$

إذا كان متغير عشوائي طبيعي فإن تابع التوزيع لهذا المتغير يساوي إلى :

$$F(x) = P(X \leq x) = \int_{-\infty}^x f(x)dx = \frac{1}{\delta\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^x e^{-\frac{1}{2\delta^2}(x-m)^2} dx$$

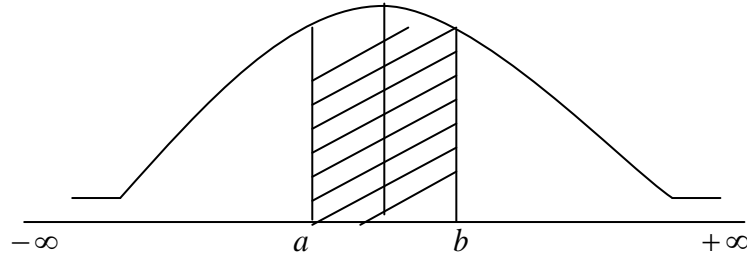
ويعكس هذا التابع المساحة الإجمالية تحت المنحنى المقابل لـ : $F(x)$ والمحصورة بين $-\infty$ و x و هذا ما تعكسه المساحة المظللة كما يبرزها الشكل المقابل :



وحساب المساحة المحصورة بين نقطتين a و b ، يعني إيجاد احتمال أن يتردد المتغير المفروض بين هاتين

النقطتين، أي أن : $P(a \leq x \leq b) = \int_a^b \frac{1}{\delta\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2\delta^2}(x-m)^2} dx = \frac{1}{\delta\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^x e^{-\frac{1}{2\delta^2}(x-m)^2} dx$

ويعكس هذا التابع المساحة الإجمالية تحت المنحنى المقابل لـ $F(x)$ و المحصورة بين a و b و هذا ما تعكسه المساحة المظللة كما يبرزه ذلك الشكل المقابل⁴²¹:



5- القيم العددية المميزة للمتغير العشوائي x التابع للتوزيع الطبيعي

✓ **التوقع الرياضي:** $E(x) = m$ إن التوقع الرياضي للمتغير العشوائي x الخاضع للتوزيع الطبيعي يساوي المعلمة الأولى لهذا التوزيع m

✓ **التباين:** $V(x) = \delta^2$ إن التباين للمتغير العشوائي x الخاضع للتوزيع الطبيعي يساوي المعلمة الثانية لهذا التوزيع δ^2 .

✓ **معامل الالتواء:** $\alpha_F = 0$

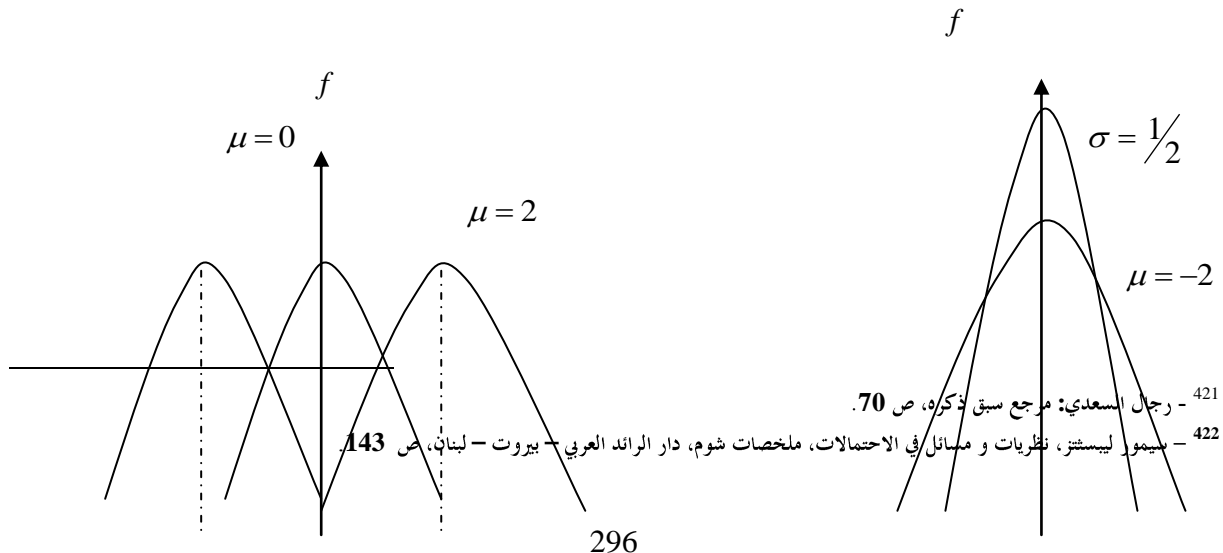
✓ **معامل التفرطح:** $\beta_F = 0$

المطلب الرابع: التوزيع الطبيعي المعياري (القياسي، المركز المختصر):

يعرف التوزيع الطبيعي "توزيع جاوس" كما يلي⁴²²:

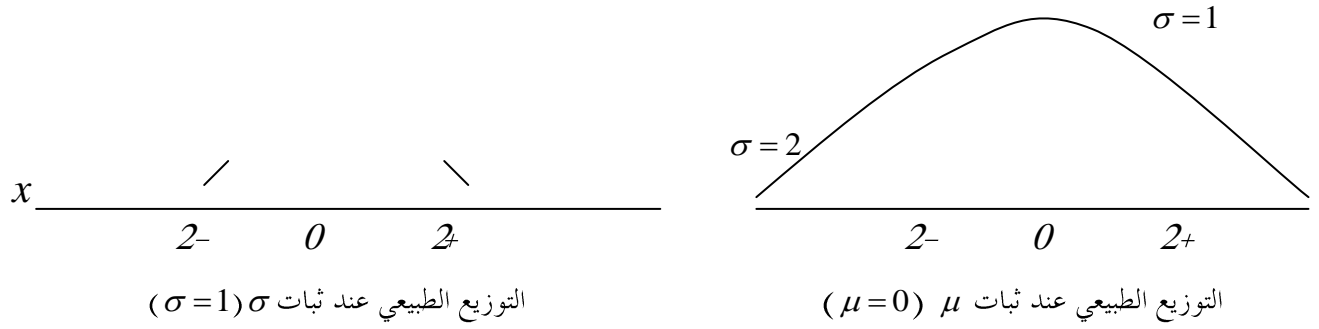
$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2}(x-\mu)^2/\sigma^2}$$

حيث μ و $\sigma > 0$ ثابتان اختياريان و هذه الدالة بالتأكيد واحدة من أهم أمثلة التوزيعات الاحتمالية المتصلة، و يبين المنحنيان التاليان التغير في f كلما تغيرت μ و كلما تغيرت σ و بصفة خاصة فإننا نلاحظ أن هذه المنحنيات شبيهة بشكل الجرس و أنها متماثلة حول المستقيم $\mu = x$



421 - رجال السعدي: مرجع سبق ذكره، ص 70.

422 - سيمور ليستنز، نظريات و مسائل في الاحتمالات، ملخصات شوم، دار الرائد العربي - بيروت - لبنان، ص 143.



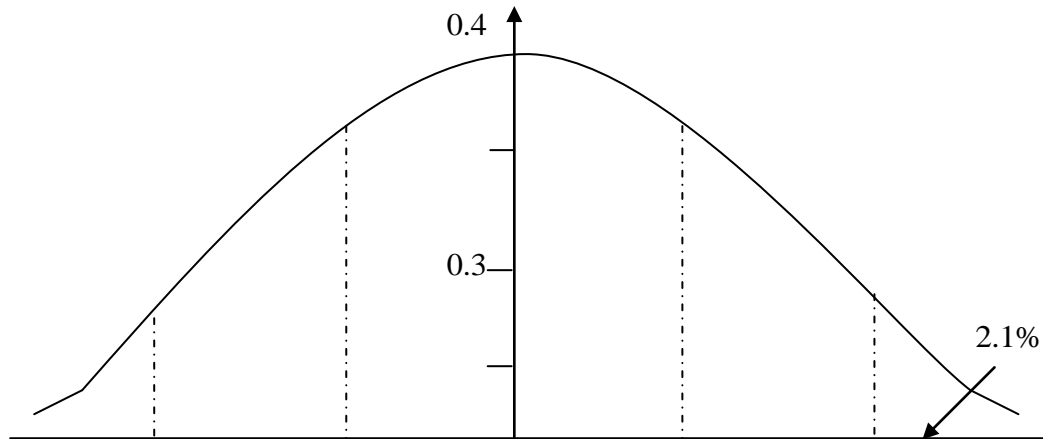
نظرية:

التوزيع الطبيعي	
μ	التوقع
σ^2	التباين
σ	الانحراف المعياري

نرمز للتوزيع الطبيعي السابق الذي توقعه μ و تباينه σ^2 بالرمز $N(\mu, \sigma^2)$ وإذا أجرينا التعويض في الصيغة السابقة للمتغير $t = (x - \mu) / \sigma$ نحصل على التوزيع الطبيعي القياسي أو المنحني الطبيعي القياسي:

$$\phi(t) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{1}{2}t^2}$$

والذي توقعه $\mu=0$ و تباينه $\sigma^2=1$ ، و منحني هذا التوزيع مرسوم فيما يلي و يمكن إثبات أن المساحة الواقعة تحت المنحني و بين الخطين $t=1$ و $t=-1$ تمثل 68.2% من كل المساح الواقعة تحت المنحني، و أن المساحة الواقعة تحت المحني بين $t=2$ و $t=-2$ تمثل 95.4% من المساحة الواقعة تحت المنحني.



-3 -2 -1 1 2 3

التوزيع الطبيعي $N(0,1)$

ويعطينا الجدول الوارد في الملحق المساحة الواقعة تحت المنحني الطبيعي القياسي بين $t=0$ و أي قيمة موجبة أخرى للمتغير t و يسمح لنا وجود التماثل لهذا المنحني حول المستقيم $t=0$ بالحصول على المساحة الواقعة تحت المنحني بين قيمتين للمتغير t ⁴²³.

نفرض الآن أن متغير عشوائي متصل توزيعه طبيعي و يقال عادة أن x موزع توزيعا طبيعيا، سوف نحسب

احتمال أن يقع المتغير بين قيمتين a و b و الذي يرمز له كما يلي : $P(a \leq x \leq b)$

أولا: نغير a و b إلى وحدات قياسية $a' = (a - \mu) / \sigma$ و $b' = (b - \mu) / \sigma$

$$p(a \leq x \leq b) = p(a' \leq x^* \leq b')$$

= المساحة الواقعة تحت المنحني الطبيعي القياسي بين a' و b'

ويكون المتغير العشوائي x^* هو المتغير العشوائي القياسي المناظر للمتغير x ومنه فإن x^* توزيعه طبيعي

قياسي $N(0,1)$

⁴²³ - سيمور ليستتر، المرجع السابق، ص 145.

المبحث الثالث: تحليل أداء الأسواق المالية العربية باستخدام برنامج *Eviews*

بعد تقدير نموذج الانحدار يتم تحليله باستخدام كل من معامل الارتباط و معامل التحديد R^2 و كذا اختبار دلالة الانحدار ($F.test$) و الذي يهدف إلى قياس تأثير المتغير x على المتغير y ومقارنة ذلك التأثير بالتأثير الذي يحدثه المتغير μ على نفس المتغير y .

و من أجل هاذين الاختبارين نضع الفرضيات التالية:

- ✓ فرضية العدم (H_0) و التي تنص على انعدام العلاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع.
- ✓ الفرضية البديلة (H_1) و التي تنص على وجود علاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع.

المطلب الأول : متغيرات الدراسة

إن الظاهرة محل الدراسة تركز على وجود أنواع معينة من المتغيرات و منها المتغير المستقل و الذي افترضنا أن له تأثير على بقية العناصر أو الظاهرة محل الدراسة، و كما هو مبين من موضوع البحث فإن الإصدارات الأولية هي المتغير الأساسي ثم تأتي باقي المتغيرات و التي نرى أن لها تأثير مباشر على حجم الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية، كما أننا افترضنا بأن هناك علاقة تأثير للإصدارات على مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية العربية، و تتمثل هذه المتغيرات في:

✓ المؤشر العام لأسعار الأسهم Stock Price Index

✓ القيمة السوقية (رسملة السوق) Market Capitalisation

- ✓ عدد الشركات Number of Companies
- ✓ حجم التداول Trading Volume
- ✓ معدل دوران السهم Share Turnover Ration
- ✓ عدد الأسهم المتداولة Number of Shares Traded
- ✓ عائد السوق Return (نسبة التغير المؤوي)
- ✓ الانحراف المعياري لعائد السوق σ
- ✓ درجة التركيز.

و الجداول التالية تمثل جميع البيانات المستخدمة لبناء نموذج تقدير الانحدار و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2016 مع العلم أن عينة الدراسة تشمل ثلاث أسواق مالية عربية و هي:

- ① - سوق الأسهم السعودي
- ② - بورصة عمان
- ③ - بورصتي القاهرة و الإسكندرية

وكان سبب اختيار هذه العينة ما يلي:

- من أقدم البورصات و أعرقها في الدول العربية.
- توفر الإحصائيات الخاصة بها.
- يمكن مقارنتها بالأسواق الناشئة.
- ارتباطها و تأثيرها بالمؤشرات الخاصة بالأسواق العالمية و البورصات المتطورة.

و قبل وضع المعطيات الخاصة بكل بورصة في جدول في شكل سلسلة زمنية نشير على أن المؤشرات المختارة

كانت بالوحدات التالية:

NI : عدد الإصدارات الأولية في الأسواق المختارة

SPI : بالعملة المحلية (نهاية الفترة أي الربع الأخير)

MC : مليون دولار أمريكي (نهاية الفترة أو العام)

NC : نهاية الفترة

TV : مليون دولار أمريكي

$STR = \frac{TV}{MC}$: محسوب بالنسبة المؤوية

NST : مليون سهم

R : نسبة التغير المؤوي لأسعار الأسهم.(خاص بالربع الأخير) و يمثل عائد السوق.

الجدول رقم (30) : البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لبورصة عمان

R%	NST	STR	TV	NC	MC	SPI	NI	t
31.6-	4268	72.7	21616	227	29729	5518.1	.....	2006
36.3	4479	42.3	17424	245	41233	7519.3	63	2007
32.3-	5442	80	28677	262	35844	2758.4	44	2008
5.8-	6022	42.8	13641	272	31889	2533.5	34	2009
2.9	6988.9	30.6	9449.1	277	30904	2373.6	27	2010
0.2	4072.34	14.8	4023	247	27210	1995.1	09	2011
2.9	2384.07	10.35	2793.5	243	26971	1957.6	03	2012
9.6	2678.18	16.41	4227.6	240	25761	2065.8	09	2013
2.4	2321.8	10.58	2699.2	236	25493.61	2165.46	10	2014
4.5	2611.58	19.02	4827	228	25366.3	2136.32	5	2015
2.35	1836.71	13.42	3287.1	224	24487.2	2170.29	12	2016

المصدر: النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي على الموقع

www.amf.org

الجدول رقم (31) : البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لسوق الأسهم السعودي

R%	NST	STR	TV	NC	MC	SPI	NI	t
52.5-	54440	429.2	1402953	86	326869	7933.3		2006
40.9	57886	131.4	682287	111	518984	11176	38	2007
35.6-	58831	212.3	523129	126	246337	4803	39	2008
3.2-	56740	105.7	337041	135	318751	6121.8	22	2009
3.6	33208.3	57.28	202432	146	353400	6620.8	15	2010
5.0	48596.93	86.46	293000	150	338873	6417.7	17	2011
4.8-	85983.11	113.82	424979.6	158	373365	6801.2	09	2012
7.2	52324.51	78.14	365206.6	163	467341	8535.6	04	2013
23.2-	70203.37	118.48	572164.1	166	482896.49	8333.3	15	2014
6.7-	65770.3	105.13	442257.5	172	420656.3	6911.76	6	2015
28.22	67722.38	68.80	308437.62	176	448304.7	7210.43	4	2016

المصدر: النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي على الموقع

www.amf.org

الجدول رقم (32) : البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لبورصتي القاهرة و الإسكندرية

R%	NST	STR	TV	NC	MC	SPI	NI	t
6.3	9013	52.6	48954	603	93496	2380.8		2006
43.3	15752	47.3	64772	435	138828	3412.3	3103	2007
33.2-	22151	100.6	87958	373	85923	1573.1	2651	2008
22.4-	36654	90.0	81173	306	91092	1403.2	2179	2009
4.0	27950	68.43	57650	212	84109	1503.5	2483	2010

17.9-	62055	67	32608	214	84679	3735.4	1544	2011
6.2-	36743	48.45	29858.5	213	61621	5462.8	0.0	2012
20.7	29165	35.97	22128.8	212	61517	6782.8	0.0	2013
7.1-	57230	57.97	40528.2	215	69907.59	8926.58	3	2014
4.5-	49143	57.83	31758	222	54912.8	7881.11	2	2015
56.64	68754	66.85	23040.9	222	34462.9	12344.9	0	2016

المصدر: النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي على الموقع

www.amf.org

1- نظرة عامة على أداء الأسواق:

من الجداول السابقة نلاحظ أن القيمة السوقية للأسواق المختارة تتجه نحو الانخفاض خاصة مع بروز مرحلة الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، و يرجع هذا إلى انخفاض عدد الأسهم المقيدة بالبورصة و هذا يدل على تدهور دور البورصات العربية في تعبئة رؤوس الأموال و يتضح ذلك جليا بعد تقسيم القيمة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي⁴²⁴.

أما عدد الشركات المقيدة في بورصة عمان و السعودية في زيادة مستمرة مما يؤثر على زيادة حجم الاستثمارات و المساهمة في التنمية الاقتصادية و التي بدورها تساهم في تطوير و استقرار السوق المالية، لكن بورصة القاهرة والإسكندرية سجلت انخفاض في عدد الشركات أثناء مرحلة الأزمة المالية العالمية، و رغم انخفاض عدد الشركات المقيدة في بورصة القاهرة و الإسكندرية إلا أن عدد الأسهم المتداولة في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى و كذلك الحال بالنسبة لبورصة عمان لكنها سجلت انخفاضا في عدد الأسهم المتداولة لسنة 2011، أما البورصة السعودية فقد حققت انخفاض في عدد الأسهم المتداولة منذ سنة 2009، و بصفة عامة يمكن القول أن الأسواق المالية العربية تتمتع بالسيولة و زيادة حجم النشاط و ما يؤكد ذلك هو حجم التداول، و رغم انخفاض هذا الأخير من سنة إلى أخرى إلا أنه يرتفع من سنة إلى أخرى في الفترة ما قبل الأزمة.

الجدول رقم (33): أحجام التداول للبورصات العربية

(مليون دولار أمريكي)

السوق	2001	2002	2003	2004	2006
أبو ظبي	-----	363.08	1003.87	4,449.14	19,222
الأردن	934.38	1,334.67	2,607.14	5,327.17	21,616
البحرين	250.38	206.28	261.14	463.05	1,387
السعودية	22,223.44	30,974.47	159,055.55	472,990.78	1,402.953
الكويت	11,711.16	22,123.49	54,728.88	51,817.80	59,600

9,110	3,757.65	2,443.46	1,440.46	840.75	المغرب
563	256.65	188.52	246.47	342.05	تونس
2,214	1,985.19	1,334.3	581.67	419.85	عمان
20,585	6,343.59	3,220.16	883.07	-----	قطر
2,032	197.67	130.99	114.93	52.97	لبنان
94,735	13,735.05	1,026.81	687.80	-----	دبي
48,954	6,835.04	4,349.12	6,443.71	5,912.89	مصر
1,682,971	568,158.15	230,349.95	65,400.09	42687.85	المجموع

المصدر: النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي على الموقع

www.amf.org

كما أن السوق المالية العربية تقل فيها درجة الكفاءة الداخلية و ذلك ناتج عن انخفاض معدل دوران الأسهم، فكلما انخفضت هذه النسبة دلت على زيادة تكاليف المعاملات و هو الطابع المشاهد على الأسواق المختارة.

الجدول رقم (34) : معدل دوران السهم (%)⁴²⁵

السوق	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأردن	42.3	80	42.8	30.6	14.8	10.35	16.41	10.58	19.02	13.42
البحرين	3.95	10.46	2.9	1.43	1.07	1.88	3.24	3.23	15.27	1.71
السعودية	131.46	212.36	105.73	57.28	86.46	113.82	78.14	118.48	105.13	68.80
الكويت	96.70	190.43	110.60	38.43	28.38	27.72	22.34	21.42	15.18	10.88
المغرب	29.15	21.41	21.87	20	18.49	9.86	10.47	8.5	9.03	9.13
تونس	13.61	26.79	14.72	17.62	12.11	14.74	9.89	6.29	1.58	1.45
عمان	22.57	57.37	25	12.08	9.82	9.14	7.77	15.57	9.25	5.54
قطر	31.33	62.92	28.79	14.92	18.26	15.36	13.47	29.45	16.94	12.24
لبنان	9.12	17.79	8.08	14.75	5.01	3.91	3.55	5.89	5.73	8.16
مصر	47.3	100.6	90	68	67	48.45	35.97	57.97	57.83	66.85

المصدر: النشرات الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية الصادرة عن صندوق النقد العربي على الموقع

www.amf.org

وما يلاحظ على معدل دوران السهم حتى و إن ارتفع في بعض السنوات إلى أنه سرعان ما ينخفض و بنسب كبيرة و هذا ما يبرز قلة السيولة في السوق و حتى ارتفاع تكاليف السمسرة.

وفي الآونة الأخيرة شهدت الأسواق المالية العربية استقرار في عائد السوق لسنة 2010 و 2011 ، أما خلال فترة الأزمة فهناك درجة تقلب كبيرة في عوائد السوق مما يشير إلى عدم استقرار السوق في تلك الفترة وما يؤكد ذلك عدم استقرار مؤشرات الأسواق المحلية و خاصة بعد مقارنتها مع باقي المؤشرات العالمية⁴²⁶ .

والسؤال المطروح هل نقص الإصدارات الأولية هي التي كانت في سبب عدم الاستقرار و انخفاض القيمة السوقية و زيادة تكاليف المعاملات أم أن زيادة هذه الأخير سوف يجعل من البورصات مستقرة و ذات كفاءة عالية تتميز بالسيولة والقدرة على تعبئة الموارد وزيادة حجم الاستثمارات؟ ولمعرفة الإجابة لا بد من تحليل أداء الأسواق المالية العربية بدقة.

2- تحليل مؤشرات تطور سوق مصر، السعودية والأردن

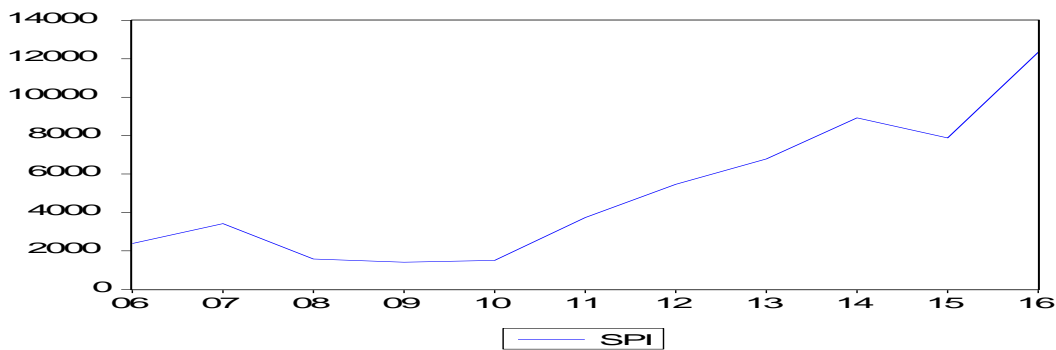
من أجل الوقوف على تطور أداء سوق الأوراق المالية لا بد من عرض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

2-1- المؤشر العام للأسعار الأسهم

يكتسب هذا المؤشر أهمية بالغة لمختلف المتعاملين في السوق طالما يستطيع المستثمر و من خلاله متابعة هذا المؤشر من تحديد الفرص الاستثمارية داخل السوق فضلا عن المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية، كما يمكن التعرف على نشاط السوق من خلال مقارنته بالسنوات السابقة.

وتظهر البيانات الواردة في الجدول (23) أن المؤشر العام للأسعار الأسهم في سوق مصر للأوراق المالية كان اتجاهه نزولي طوال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010 حيث انخفض المؤشر من 3412.3 نقطة سنة 2007 إلى 1503.5 نقطة سنة 2010 و لقد جاء هذا التزلزل نتيجة لتواصل آثار الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 و انسحاب المستثمرين الأجانب ثم عاد نحو الارتفاع و التعافي سنة 2011 و الشكل التالي يوضح اتجاه المؤشر المحلي لبورصة القاهرة و الإسكندرية.

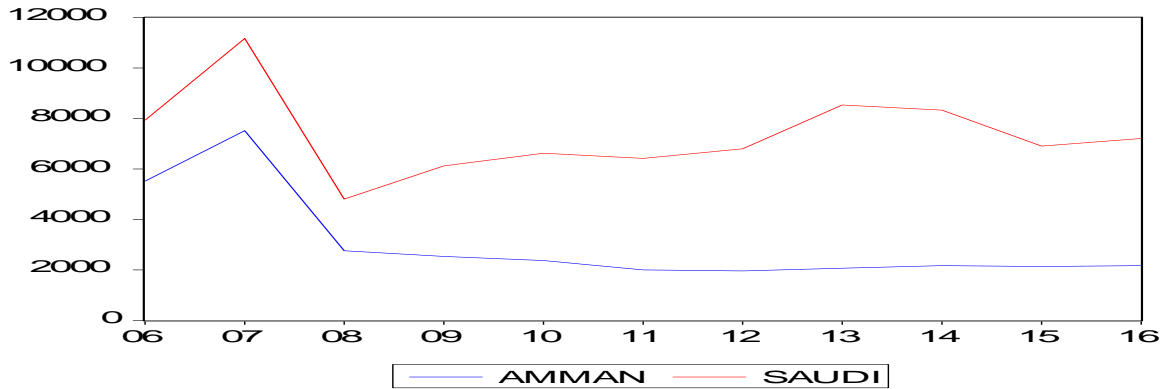
تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة القاهرة و الإسكندرية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (23)

أما سوق الأسهم السعودي و بورصة عمان فقد شهدت نوع من الاستقرار في المؤشر لكن ما يلاحظ على مؤشر السوق السعودي أن هناك نوع من الارتفاع في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2013 كما أن بورصة عمان سجلت نوع من الانخفاض في نفس الفترة و كأن البورصة الأردنية مازالت تعاني من آثار الأزمة عكس سوق الأسهم السعودي الذي تحسن أداءه خلال نفس الفترة و الأشكال البيانية التالية توضح ذلك:

تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة عمان و السعودية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22)

2-2- مؤشر القيمة السوقية : Market Capitalization Index

يركز معظم الاقتصاديين على أن معدل رسملة السوق أو القيمة السوقية ترتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال و تنوع المخاطر، و من ثمة يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر تدل على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم و الشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معا، ومن ثم يعكس ارتفاع مستوى النشاط الاقتصادي.

وتشير البيانات الواردة في الجدول في الجدول 21 و 22 و 23 إلى انخفاض مؤشر القيمة السوقية انخفاضاً كبيراً خلال فترة الدراسة، إذ بلغ إجمالي القيمة السوقية لبورصة عمان سنة 2007 حوالي 41233 مليون دولار أمريكي ثم واصلت بالانخفاض حتى وصلت إلى 27210 مليون دولار أمريكي سنة 2011 أي بنسبة 34% و كذلك الحال بالنسبة لبورصة مصر حيث انخفض المؤشر من 84679 مليون دولار أمريكي بعد أن كان 138828 مليون دولار أمريكي سنة 2007 ، أما بورصة السعودية فقد شهدت تحسناً خلال سنة 2011 و تواصل هذا التحسن حتى 2013.

و يمكن مقارنة هذه النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي فكلما ارتفع معدل رسملة السوق دل على ارتفاع مستوى نشاط السوق المالية كما سنوضحها فيما يلي:

الجدول رقم (35) : القيمة السوقية لبورصة السعودية، مصر والأردن ونسبتها للناتج المحلي الإجمالي

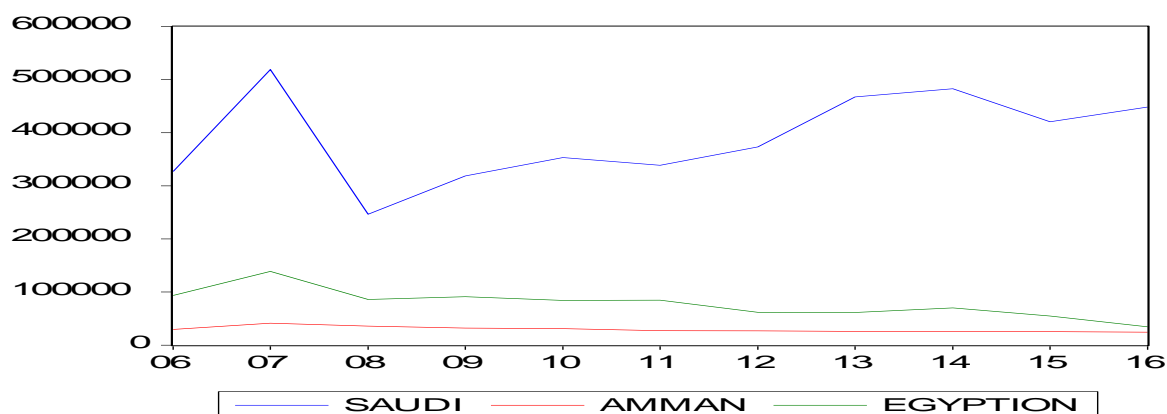
الدولة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %	النسبة إلى PIB %
الأردن	241	163	133	85.6	94.21	87.05	76.57	71.05	67.51
السعودية	135	51.7	84.6	77.5	50.61	52.50	62.78	65.62	65.11
مصر	106.5	52.9	48.3	38.5	20.67	24.007	21.55	23.16	16.53

المصدر : التقرير الاقتصادي العربي الموحد و قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية المنشورة على موقع صندوق النقد العربي

www.amf.org.ae

والشكل التالي يوضح الاتجاه التزولي للقيمة السوقية.

مؤشر القيمة السوقية لمصر و السعودية و الأردن



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22 و 23)

2-3- مؤشر حجم التداول : Trading Volume Index

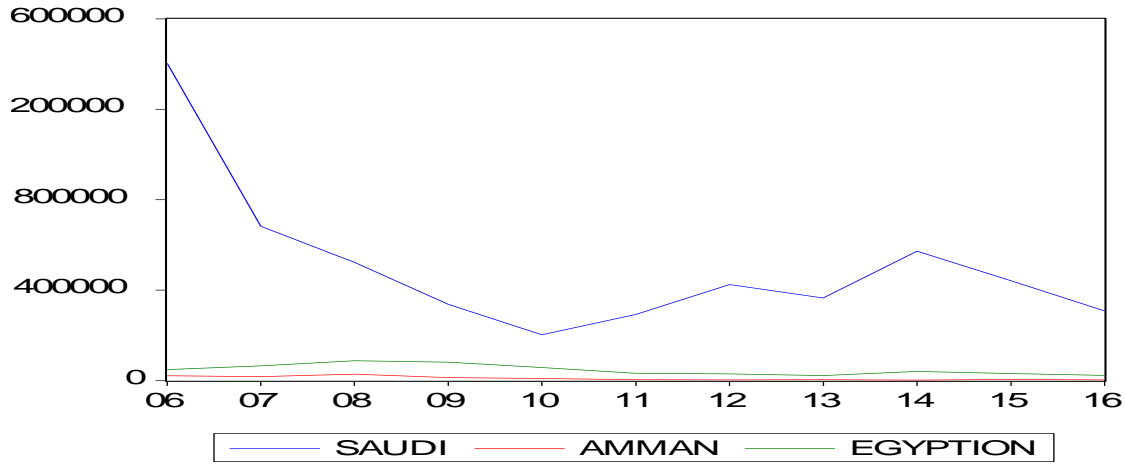
يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق، بالإضافة إلى ذلك فهو يعبر عن سيولة السوق المالية ومن ثم السيولة في الاقتصاد ككل، و يكمل هذا المؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق.

و ما يتم ملاحظته من الجدول 21 و 22 و 23 أن حجم التداول قد انخفض خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2012 في كل من عمان و مصر عاكسا التراجع الكبير في حجم التداول الذي لم يسبق له مثيل في تاريخ الأسواق المالية العربية.

حيث سجل أكبر انخفاض في بورصة عمان و الذي قدر بـ 2793.5 مليون دولار أمريكي سنة 2012 بعد أن قدر بـ 21616 مليون دولار أمريكي سنة 2006 و يعزى هذا الانخفاض إلى انخفاض القيمة السوقية بسبب الأزمة المالية العالمية و هذا ما يساعد على هروب رؤوس الأموال و ما يؤكد ذلك ارتفاع عدد الأسهم المتداولة

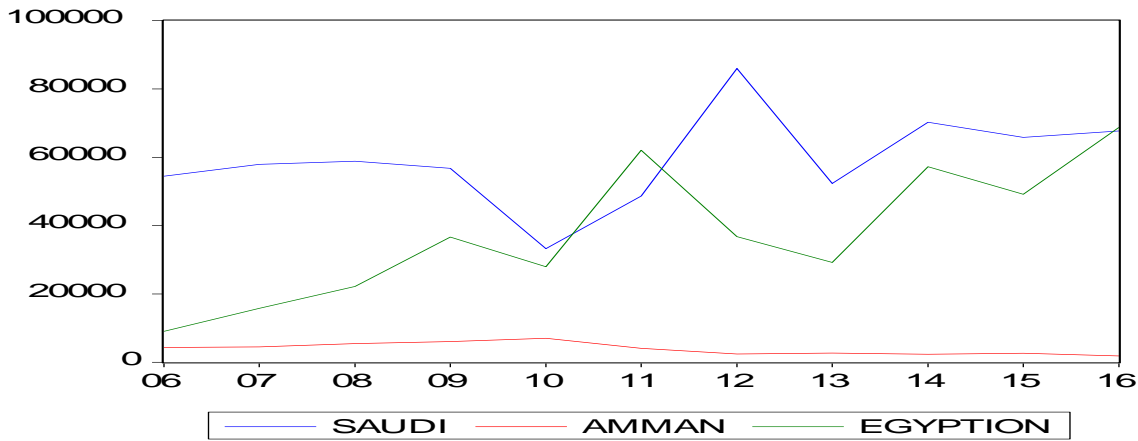
و التي تمثل تصفية للاستثمارات الأجنبية و من ثم تراجع مستوى الاستثمارات طويلة الأجل، و يمكن التعبير عن حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة من خلال الشكل البياني التالي :

مؤشر حجم التداول للأسواق المختارة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22 و 23)

مؤشر عدد الأسهم المتداولة للأسواق المختارة



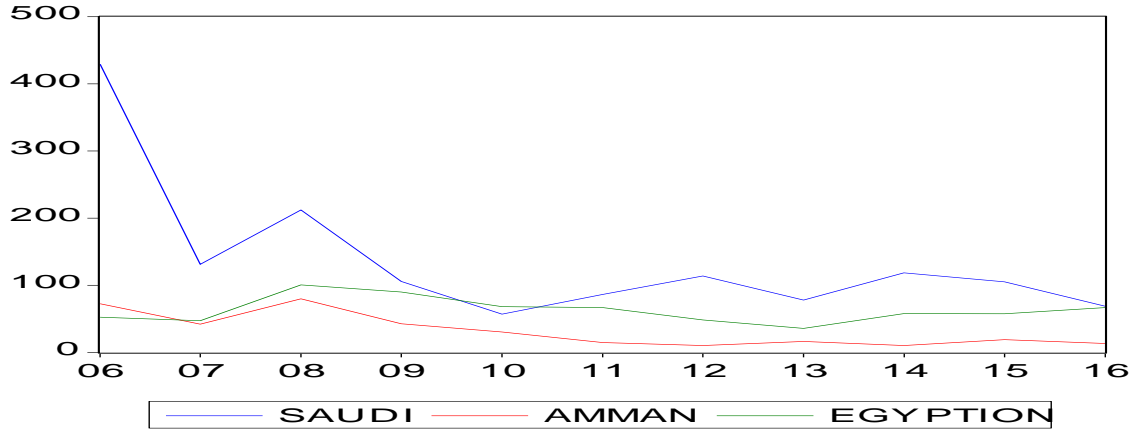
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22 و 23)

2-4- مؤشر معدل دوران السهم (%) : Turnover Ration Index

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة و المعتمدة في اغلب الدراسات المالية و يشير إلى سيولة السوق المالية أيضا، و كذلك إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات و المعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره إلى ارتفاع درجة سيولة السوق المالية و يلاحظ من خلال الجدول رقم 21 أن هذا المؤشر في انخفاض مستمر حيث سجل أدنى انخفاض له سنة 2011 مما يدل على تراجع سيولة بورصة عمان بسبب

انخفاض حجم التداول و منه نستنتج أن تكاليف الصفقات كانت في ارتفاع مستمر و هو ما يدل على تقهقر مستوى كفاءة البورصة الأردنية في أثناء الفترة المدروسة، و يمكن تسجيل نفس الملاحظة بالنسبة لبورصة مصر أما السعودية فقد شهدت نوع من التحسن بعد سنة 2010، و الشكل التالي يوضح ذلك:

مؤشر معدل دوران السهم

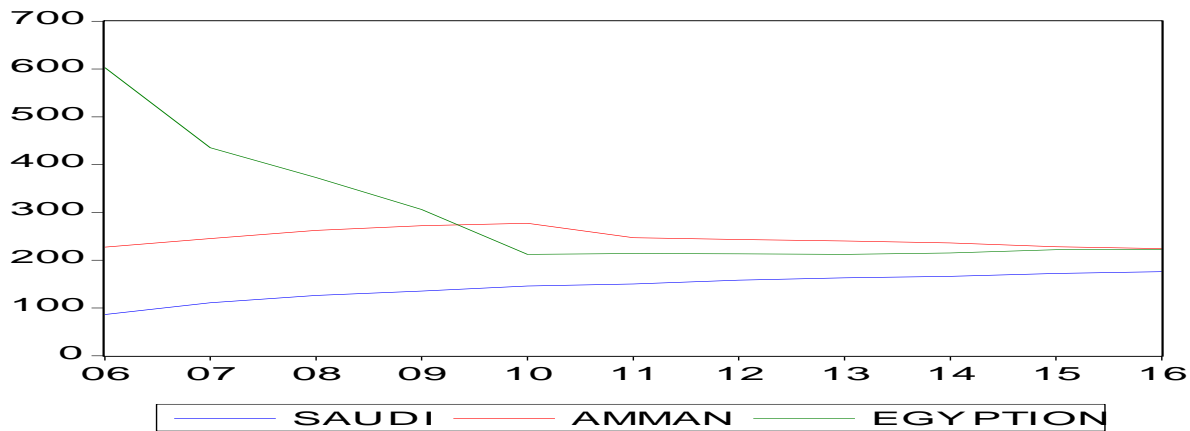


المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22 و 23)

2-5- مؤشر عدد الشركات : Number of Companies

إن زيادة عدد الشركات هو بمثابة قيد شركات جديدة في البورصة، أما انخفاض عدد الشركات فهو المعنى المقابل للقيد وهو شطب الشركات التي لم تلتزم بشروط و معايير القيد في البورصة، وعلى الرغم من انخفاض القيمة السوقية للبورصات المختارة إلى أن عدد الشركات المقيدة ظلت ترتفع باستمرار في كل من بورصة عمان و السعودية الأمر الذي يعكس للوهلة الأولى انتعاش سوق التداول و الإصدار، أما البورصة المصرية فقد شهدت انخفاض في عدد الشركات المدرجة، و يمكن إرجاع ذلك إلى ضعف الشركات التي كانت مسجلة في البورصة ويمكن التعرف بشكل واضح على اتجاه مؤشر عدد الشركات من خلال الشكل التالي:

مؤشر عدد الشركات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (21 و 22 و 23)

وعلى الرغم من تزايد عدد الشركات المدرجة في كل من السعودية و عمان إلا أن الإصدارات الأولية في تناقص مستمر من سنة إلى أخرى و هذا ما يعكس تراجع نشاط السوق الأولي والذي أثر بدوره على كفاءة وسيولة السوق الثانوي فصارت فيها حالة من عدم الاستقرار و يمكن توضيح ذلك من خلال النسب المحسوبة في الجدول التالي:

الجدول رقم (36) : مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي

t	قيمة الإصدارات (مليون دولار)	PIB * (مليون دولار)	معدل رسملة السوق %	نسبة التغير السنوي للقيمة السوقية %	معدل حجم التداول	نسبة التغير السنوي لحجم التداول %
2007	7091.0	384686	135	58.77	140.76	-51.36
2008	18113.7	476305	51.71	-52.53	109.83	-23.32
2009	3792.4	376692	84.61	29.39	89.47	-35.57
2010	1667.4	455922	77.51	10.87	44.40	-39.93
2011	3661.5	669507	50.61	-4.11	43.76	+44.73
2012	1660.2	711049	52.50	10.17	1938.74	+45.04
2013	285.6	744336	62.78	25.17	1469.42	-14.06
2014	1615.1	753832	65.62	3.32	2286.62	56.66
2015	978.4	646002	65.11	-1.28	1754.62	-22.7
2016	285.6			6.57	1221.62	-30.25

المصدر : التقرير السنوي لأداء الأسواق المالية العربية لسنة 2011 - صندوق النقد العربي (*) التقرير الاقتصادي العربي

الموحد لسنة 2011 ص 322 - صندوق النقد العربي. الناتج المحلي الإجمالي مقيم بأسعار السوق الجارية.

ومن الجدول نلاحظ أن قيمة الإصدارات الأولية في انخفاض و تذبذب من سنة إلى أخرى مما يدل على انخفاض حجم الاستثمارات رغم ارتفاع PIB. بمعنى انخفاض نسبة مساهمة البورصة في الناتج المحلي الإجمالي و معدل رسملة السوق يثبت ذلك حيث أنخفض إلى أدنى نسبة له في سنة 2011 إلى 50.61 % بعد أن كانت 135 % سنة 2007.

كما نلاحظ انخفاض سيولة السوق بشكل مستمر من سنة إلى أخرى و هذا ما يثبتته معدل حجم التداول و هذا ما أثر على استقرار السوق و الذي يتضح جليا في تغير مؤشر السعر في الجدول 21،22،23.

الجدول رقم (37) : مؤشرات أداء بورصتي القاهرة و الإسكندرية

t	قيمة الإصدارات (مليون دولار)	PIB * (مليون دولار)	معدل رسملة السوق %	نسبة التغير السنوي للقيمة السوقية %	معدل حجم التداول	نسبة التغير السنوي لحجم التداول %
2007	20315	130367	106	48.48	49.68	32.31
2008	6842	162464	52	-38.10	54.13	35.79
2009	6625	188489	48.32	6.01	43.06	-7.71
2010	14206	218387	38.51	-7.66	26.39	-28.97
2011	5493	235464	20.67	0.67	13.84	-43.43
2012	00	256669	24	-27.22	110.51	-8.43
2013	00	285458	21.55	-0.16	98.1	-24.97
2014	113	301737	23.16	13.63	163.47	83.14
2015	133	332162	16.53	-21.44	127.4	-21.63
2016	0			-37.24	100.52	-27.44

المصدر : التقرير السنوي لأداء الأسواق المالية العربية لسنة 2011 – صندوق النقد العربي

(*) التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2011 ص 322 – صندوق النقد العربي. الناتج المحلي

الإجمالي مقيم بأسعار السوق الجارية.

ونفس الملاحظة تسجل بالنسبة للإصدارات الأولية، أي تتجه نحو الانخفاض مما يجعل البورصة تساهم بنسبة أقل في الناتج المحلي الإجمالي، حيث نجد أن معدل رسملة السوق في انخفاض مستمر من سنة إلى أخرى حتى تصل إلى أدنى نسبة لها في سنة 2012 حيث قدرت بـ 24 %، كما أن سيولة السوق و المعبر عنها بمعدل حجم التداول تسلك الاتجاه التزولي مما أثر على نشاط البورصة و حيويتها و التغيير الخاص بمؤشر الأسعار يثبت ذلك.

الجدول رقم (38) : مؤشرات أداء بورصة الأردن

t	قيمة الإصدارات (مليون دولار)	PIB * (مليون دولار)	معدل رسملة السوق %	نسبة التغيير السنوي للقيمة السوقية %	معدل حجم التداول	نسبة التغيير السنوي لحجم التداول %
2007	1236.6	17110	240.98	38.69	101.83	-19.39
2008	649.1	21993	162.97	-13.06	130.39	64.58
2009	385.1	23853	133.68	-11.03	57.18	-52.43
2010	168.5	26463	116.78	-3.08	35.70	-30.73
2011	192	28881	94.21	-11.95	13.92	-57.42
2012	00	30981	87.05	-0.87	11.26	-30.56
2013	38.1	33641	76.57	-4.48	17.32	51.33
2014	8.2	35877	71.05	-1.03	12.85	-36.15
2015	11.8	37570	67.51	-0.49	19.65	78.83
2016	203.4			-3.46	13.35	-31.9

المصدر : التقرير السنوي لأداء الأسواق المالية العربية لسنة 2011 – صندوق النقد العربي

(*) التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2011 ص 322 – صندوق النقد العربي. الناتج المحلي

الإجمالي مقيم بأسعار السوق الجارية.

تتوجه الإصدارات الأولية نحو الانخفاض من سنة إلى أخرى مما يؤكد على ضعف الاستثمارات الحقيقية، مما يجعل البورصة تساهم بنسب متناقصة في التنمية الاقتصادية كما يثبت ذلك معدل رسملة السوق، كما أن معدل حجم التداول يتجه نحو الانخفاض مما يدل على تدهور نشاط البورصة و سيولتها و التغيير في قيمة مؤشر الأسعار يؤكد ذلك.

المطلب الثاني : نشاط الإصدارات الأولية في البورصات العربية

إن التحليل السابق ليس خاص فقط بالعينة المختارة و هي بورصة السعودية و الأردن و مصر بل إن نشاط الإصدارات الأولية العربية الخاص بالأسهم يشهد تراجعاً من سنة إلى أخرى، حيث يمثل حجم الإصدارات لعام 2011 الأدنى لمجموع الأسواق العربية خلال قرابة عقد من الزمن⁴²⁷.

1- نشاط الأسهم :

الشكل رقم (39) : تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية (2007-2016)

السنوات	عدد الإصدارات الأولية	القيمة (مليون دولار)
2007	71	14439.7
2008	54	13165.1
2009	18	2147.3
2010	27	2750.5
2011	16	853.0
2012	11	1693.0
2013	20	1006
2014	24	10128
2015	12	2268
2016		

المصدر : التقرير السنوي للأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي

و لم يقتصر التراجع في عام 2011 على عدد و حجم الإصدارات بل كذلك فيما يتعلق بنسب التغطية التي انخفضت لتعكس بذلك انكماش السيولة المتاحة في هذه الأسواق وثقة المستثمرين، فقد بلغت نسب التغطية في المتوسط لمجموع إصدارات عام 2011 حوالي 1.31 مرة فقط مقابل 7.37 مرة كمتوسط لمجموع إصدارات عام 2010 و بذكر أن هذا المتوسط قد بلغ حوالي 15.14 مرة عام 2007 مع تدافع المصارف آنذاك لتقديم تسهيلات ائتمانية واسعة للمشاركة في الاكتتابات الأولية⁴²⁸

بعد التراجع الكبير الذي سجله نشاط الإصدارات الأولية في العام الماضي حقق تحسناً ملموساً خلال عام 2012 حيث بلغت القيمة الإجمالية لهذه الإصدارات نحو 1693 مليون دولار أي ضعف القيمة المسجلة عن العام الماضي تقريباً و قد بلغ عدد هذه الإصدارات 11 إصداراً (لا تشمل زيادات رأس المال) مقابل 16 إصداراً للعام الماضي و قد شمل التحسن أيضاً نسب التغطية و التي ارتفعت لتبلغ نحو 6.1 مرة مقابل 1.31

⁴²⁷ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ص 152 لسنة 2011.

⁴²⁸ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ص 153 لسنة 2011.

مرة لعام 2011 لبعض الإصدارات و لتعكس بذلك حجم السيولة المتاحة في هذه الأسواق و عودة الثقة للمستثمرين.

هذا وقد توزعت الإصدارات الجديدة خلال عام 2012 بين سبعة إصدارات في السعودية، وإصدارين اثنين في كل من عمان و تونس. و كان أكبر إصدارين أوليين هذا العام من نصيب المملكة العربية السعودية، الأول لشركة الطيران بقيمة بلغت نحو 365 مليون دولار (30 في المائة من رأس المال) و الثاني لإصدار شركة التموين بنحو 354 مليون دولار (30 في المائة من رأس المال).⁴²⁹ والجدير بالملاحظة فيما يتعلق بالقطاعات الاقتصادية تصدر قطاع الصناعة بأربع إصدارات بلغت قيمتها نحو 547.8 مليون دولار مقابل ثلاثة إصدارات للقطاع المالي بلغت نحو 281 مليون دولار وهذه هي السنة الثانية التي تتجاوز فيها إصدارات قطاع معين إصدارات القطاع المالي الذي هيمن على أسواق المال العربية.

أما سنة 2015 فقد شهدت عدد أقل من الإصدارات منذ 10 سنوات بإستثناء عام 2012 و 2011 ، كما أنها بعيدة عن المستويات القياسية التي تم تسجيلها قبل الأزمة المالية العالمية، حين وصل عدد الإصدارات إلى 71 و 54 إصدار على الترتيب ووصلت قيمتها إلى حوالي 14.4 و 13.2 مليار دولار على التوالي

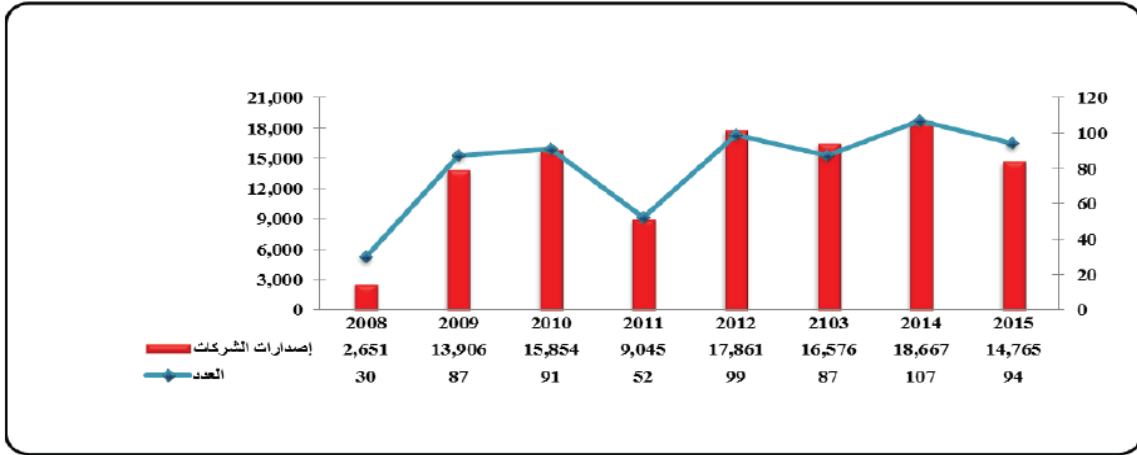
2- نشاط السندات

كذلك الحال بالنسبة لسندات الشركات فقد شهدت تراجعاً في الدول العربية خلال عام 2011 فقد بلغ عدد الإصدارات الجديدة من سندات الشركات 26 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 7.75 مليار دولار خلال عام 2011 مقابل 52 إصداراً من هذه السندات بقيمة 19.46 مليار دولار خلال عام 2010. ومن جانب آخر ارتفعت قيمة إصدارات السندات السيادية و شبه الحكومية خلال عام 2011 لتصل إلى حوالي 56.4 مليار دولار مقابل قيمة بلغت 470 مليار دولار خلال عام 2010 و ذلك رغم التراجع الكبير في قيمة معظم أسواق المال العربية عن عام 2008⁴³⁰ لأن هذه الإصدارات تتميز بقلّة المخاطر و ارتفاع العائد مقارنة بالأنواع الأخرى من الأوراق المالية.

الشكل رقم (46): تطور نشاط الإصدارات الأولية من سندات الشركات في الدول العربية (2008-2015) مليار دولار

⁴²⁹ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ص 152 لسنة 2012.

⁴³⁰ - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ص 157 لسنة 2011.



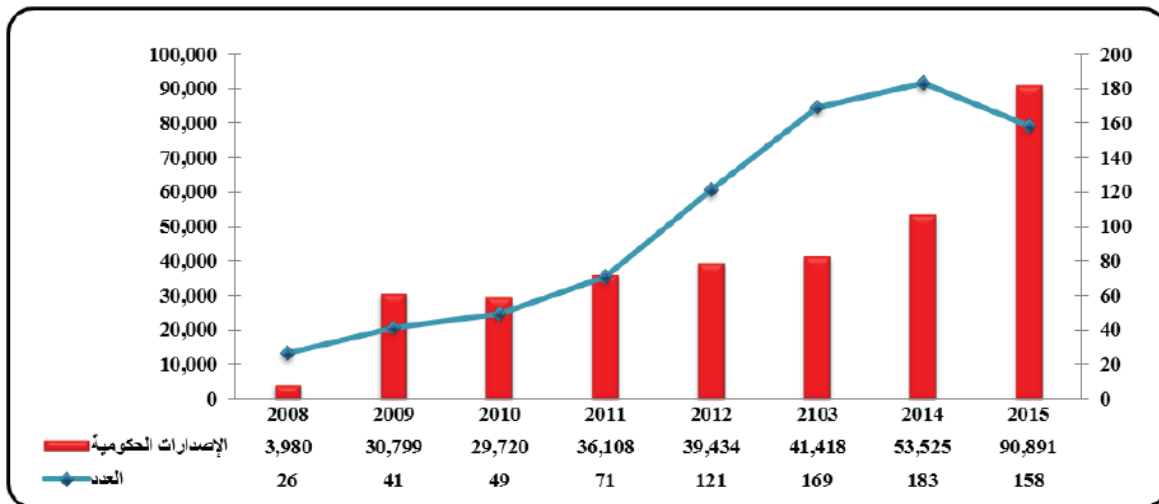
المصدر : موقع زاوية داوجونز

أما عام 2012 فقد شهد تحسنا ملحوظا في عدد الإصدارات الجديدة من سندات الشركات و التي بلغت 97 إصدار بقيمة إجمالية و وصلت إلى 17.4 مليار دولار و كانت الشركات الإماراتية هي الأنشط في هذا الصدد حيث وصل عدد الإصدارات إلى 31 إصدار مقابل 26 و 25 إصدار في المغرب و تونس على التوالي و ستة إصدارات في الكويت و أربعة في قطر و ثلاثة في سلطنة عمان و إصدار واحد في كل من البحرين و العراق.

كذلك ارتفعت السندات السيادية و الشبه الحكومية خلال عام 2012 لتصل قيمتها إلى 41.8 مليار دولار موزعة على 151 إصدار مقابل قيمة بلغت 38.5 مليار دولار موزعة على 97 إصدار خلال عام 2011 و قد شهدت أكبر الزيادات إصدارات السندات الحكومية المصرية.

الشكل رقم (47) : تطور نشاط الإصدارات الأولية من سندات السيادية في الدول العربية

(2015-2008) مليار دولار



المصدر : موقع زاوية داوجونز

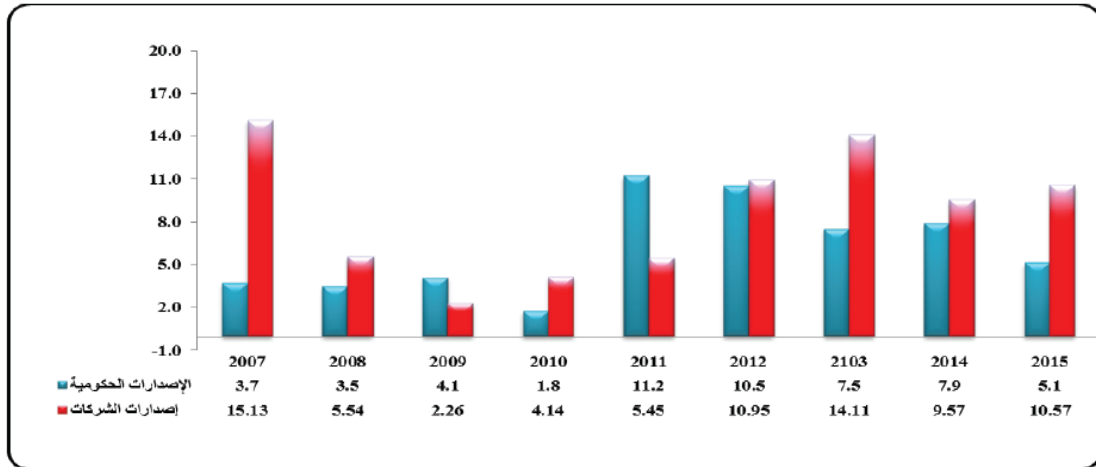
وما يلاحظ من هذا الشكل أنه في مقابل التراجع النسبي في إصدارات الشركات في الدول العربية من السندات خلال سنة 2015، سجلت الإصدارات من السندات السيادية إرتفاعا كبيرا خلال عام 2015 بنحو 70 % مقارنة مع القيمة المسجلة عام 2014 ، ترتبط هذه الزيادة و بصورة رئيسية بإصدارات المملكة العربية السعودية للمرة الأولى و بقيمة 30.7 مليار دولار من خلال ستة إصدارات.

3- نشاط الصكوك

في مقابل تراجع إصدار السندات العربية لعام 2011 شهد نفس عام تحسنا ملحوظا في نشاط إصدارات الصكوك العربية⁴³¹ و ذلك بعد ثلاث سنوات متواصلة من الانخفاض فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات العربية خلال عام 2011 إلى 13 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت حوالي 5.43 مليار دولار، و ذلك مقابل سبعة إصدارات بقيمة إجمالية وصلت إلى 4.14 مليار دولار عن عام 2010.

الشكل رقم (48) : تطور حجم إصدارات الصكوك في الدول العربية

(2015-2007) مليار دولار



المصدر : التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية – صندوق النقد العربي.

كذلك ارتفعت الإصدارات الحكومية و شبه الحكومية من الصكوك خلال عام 2011. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية العربية خلال عام 2011، ليصل إلى 33 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت حوالي 15.28 مليار دولار مقابل 26 إصدارا و بقيمة إجمالية بلغت 2.27 مليار دولار خلال عام 2010 و كما هو الحال في إصدار السندات العربية فقد شهد عام 2012 تحسنا ملحوظا في نشاط إصدار الصكوك للشركات العربية فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات العربية خلال عام 2012 إلى 18 إصدار و بلغت القيمة الإجمالية حوالي 14.72 مليار دولار، و ذلك مقابل 13 إصدار بقيمة إجمالية وصلت إلى 5.7 مليار دولار عام 2011 .

⁴³¹ -الصكوك أو السندات الإسلامية هي أوراق مالية بقيم متساوية تمثل ملكية أصل ملموس من الأصول، فهي بذلك تعكس حقوق المساهمة فيه.

و في المقابل سجلت أحجام الإصدارات الحكومية و شبه الحكومية من الصكوك خلال عام 2012 تراجعاً عن مستواها المسجل في العام الماضي، فعلى الرغم من ارتفاع العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية ليصل إلى 38 إصداراً إلا أن القيمة الإجمالية بلغت 13.2 مليار دولار خلال عام 2011.

واصلت الشركات العربية خلال عام 2015 اتجاهها نحو الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك و بوتيرة أقوى بالمقارنة مع عام 2014 ، إلا أنها لم ترقى بعد للمستوى التاريخي لها و المسجل عام 2013 ، أما الصكوك السيادية فقد شهدت ارتفاعاً من حيث العدد إلى 18 إصدار سنة 2015 مقابل 15 إصدار عام 2014 فيما تراجعت قيمة هذه الإصدارات إلى 5.1 مليار دولار عام 2015 مقارنة بـ 9.7 مليار دولار عام 2014.

و في الأخير نقول أن السندات السيادية و شبه الحكومية هي الأوراق المالية التي ساهمت بشكل كبير في استقرار السوق المالية و بالتحديد مؤشر الأسعار لأنها كانت تتوجه نحو الارتفاع من سنة إلى أخرى مما يجعل السوق تتميز بالحيوية و السيولة و الاستمرار و بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2010 بعكس إصدارات الأسهم و سندات الشركات بلغت أدنى قيمة لها في تلك السنة، و ذلك لأن السندات السيادية و شبه الحكومية تعتبر أوراق مالية ذات جودة عالية و لم تتأثر بالاتجاه النزولي بسبب الأزمة المالية العالمية. و يعتبر هذا التحليل بمثابة فرضية مبدئية و يمكن إثبات ذلك أو نفيه باستعمال أدوات الاقتصاد القياسي.

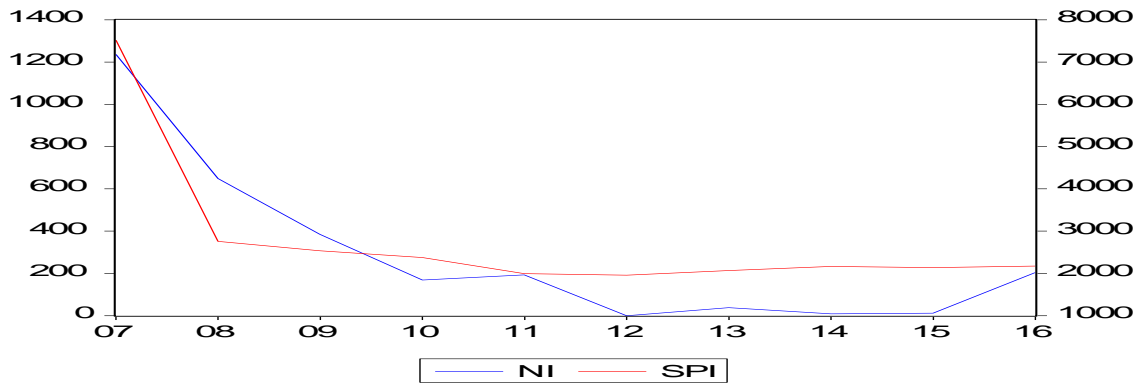
المطلب الثالث: علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات أداء سوق مصر، السعودية و الأردن.

بعد تحليل الأداء الخاص بالأسواق المالية العربية من خلال التطرق لعدة مؤشرات و ما هي الأسباب المنطقية التي أدت إلى تغير هذه المؤشرات، نأتي الآن إلى خطوة أخرى نتطرق من خلالها لدرجة العلاقة التي تربط هذه المؤشرات بحجم الإصدارات الأولية، حيث نفترض من خلال هذا النموذج أن زيادة حجم الإصدارات في السوق الأولية يزيد من استقرار مؤشر السوق و كذلك عائد السوق بالإضافة إلى انخفاض درجة التركيز و منه فإن العلاقة بين حجم الإصدارات و مؤشرات سوق الأوراق المالية هي علاقة قوية و لا يمكن تأكيد هذه الفرضية إلا بعد حساب معامل الارتباط و معامل التحديد و معاينة الشكل الانتشاري الخاص بالعلاقة الخطية للمتغيرات المدروسة.

1- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات بورصة عمان

من الجدول رقم (21) نلاحظ أن مؤشر السوق يسلك اتجاه نزولي و هو نفس الاتجاه الخاص بحجم الإصدارات الأولية لكن العلاقة التي تربطها هي علاقة قوية كما يثبت ذلك معامل الارتباط الذي قدر بـ : 81.85 % ، أما معامل التحديد بين عدد مؤشر السوق و حجم الإصدارات فيقدر بـ 84.87% مما يدل على قوة العلاقة بين المتغيرين والشكل البياني التالي يؤكد ذلك:

علاقة حجم الإصدار بمؤشر السوق.



ومنه نقول مع انخفاض قيمة حجم الإصدارات يتوجه المؤشر مباشرة نحو الانخفاض، فلا يمكن أن يستقر مؤشر السوق و السلعة المتداولة في البورصة تتوجه نحو الانخفاض كما يدل على ذلك عدد الإصدارات الأولية في الجدول رقم 21 و بمجرد ارتفاع حجم الإصدارات توجه المؤشر كذلك نحو الارتفاع خلال سنة 2013 ، كما أن مؤشر السوق يشهد حالة من عدم استقرار و نسبة التغير المؤوي في نفس الجدول تثبت ذلك، فالشركات التي لا تعمل على زيادة إصداراتها الأولية يعني أنها لا تشهد تطور في نشاطها الاستثماري مما يفقدها قيمة سوقية وثقة المستثمرين فيها ومنه تنخفض أسعار أوراقها المالية.

لكن ما يعرف على مؤشر السوق أنه يعكس فقط اتجاه أسعار السوق و ليس سعر الورقة المالية لذا يجب الاعتماد على مؤشرات أخرى تعبر عن استقرار السوق و كفاءته بشكل أدق.

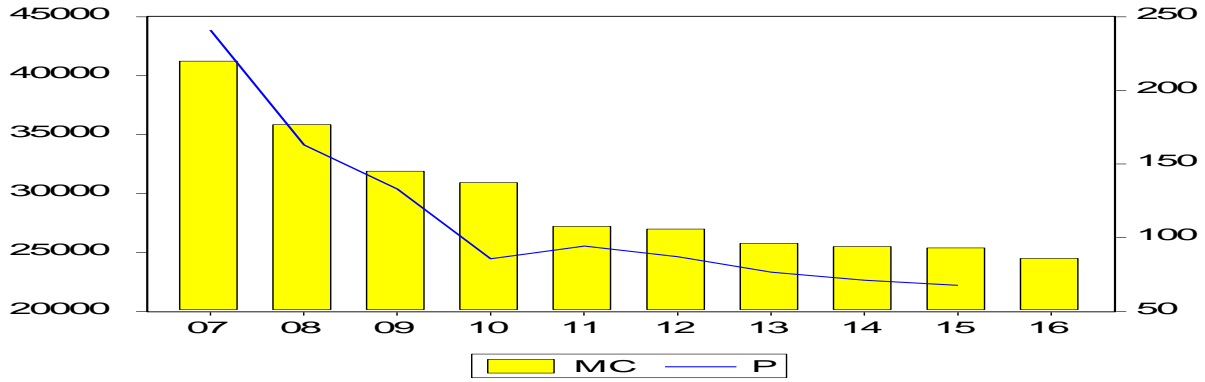
1-1- علاقة الإصدارات الأولية بحجم و سيولة السوق

من برنامج *E-views* يمكن تقدير مختلف العلاقات بين متغيرات الدراسة كما يلي:

البيان	MC	TV	STR
R	93.52	40.07	24.98
R ²	92.23	50.06	37.48

تبين العلاقة الموجودة بين حجم الإصدارات و القيمة السوقية على ارتفاع حجم السوق فكلما زاد حجم الإصدارات الأولية زاد حجم السوق سواء من حيث عدد الأسهم أو الشركات المدرجة فيه كما يبين ذلك الجدول رقم 21 حيث يتزايدان من سنة إلى أخرى باستثناء سنة 2011، و قد يكون بسبب زيادة الأسعار و هذا الاحتمال مستبعد لأن مؤشر السوق يتوجه نحو الانخفاض من سنة إلى أخرى و ما يوافق هذا هو إنخفاض القيمة السوقية بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي كما يبين الشكل التالي:

الشكل رقم 49 : القيمة السوقية للبورصة ونسبتها للنتائج المحلي الإجمالي



المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي لـ 2013 متوفرة على الموقع <http://www.exchange.jo/ar/node/1652> ص 23.

أما عن العلاقة الموجودة بين حجم الإصدارات و حجم التداول و معدل الدوران فهي علاقة ضعيفة وتبين أن حجم الإصدارات لا يفسر التغيرات التي تحدث في حجم التداول و معدل الدوران إلا بشكل طفيف جداً، و ما يلاحظ أن السوق تتميز بحجم كبير لكن بسيولة أو تداول صغيرة مما يخرجها من إطار السوق المالية الكفؤة، وحتى نقول أن السوق المالية تتميز بالاستقرار ننتقل إلى معيار درجة التركيز وعدم الاستقرار.

1-2-1- علاقة الإصدارات الأولية بدرجة التركيز و الاستقرار: يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان

حجم التداول للسوق مركزاً في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها⁴³²:

1-2-1-1- تمرکز السوق: تقاس هذه النسبة من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأسمال السوق،

و يشير على مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، و تعد درجة التمرکز المرتفعة أمراً غير

مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق و الحسابات التالية تبين علاقة حجم الإصدارات بنسبة مساهمة أكبر عشر شركات في القيمة السوقية.

الجدول رقم (40): الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية

(مليون دينار)

t	القيمة السوقية	نصيب الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية	النسبة %
2007	29214.2	20005	68.5
2008	25406.3	17595	69.3
2009	22526.9	15608	69.3
2010	21858.2	15268	70
2011	19272.75	13712	71.2
2012	19141.5	13664	71.3
2013	18233.5	12104.3	66.1
2014	18082.6	11386.9	63.2

⁴³² - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 13.

65.3	11740.9	17984.7	2015
65.2	11301.0	17339.4	2016

المصدر: بورصة عمان، التقارير السنوية لـ 2007-2016 متوفرة على الموقع

<http://www.exchange.jo/ar/node/1652>

الجدول رقم (41): الشركات العشر الأكبر من حيث حجم التداول و عدد الأسهم

t	حجم التداول (دينار)	النسبة إلى السوق %	عدد الأسهم المتداولة (سهم)	النسبة إلى السوق %
2007	5,932,467,612	48	1550797324	34.6
2008	11,364,159,566	55.9	1,938,690,916	35.6
2009	4,001,453,452	41.4	2,478,907,256	41.2
2010	3,390,120,709	50.7	4,009,625,130	57.4
2011	1,206,720,415	42.2	2,021,202,250	49.6
2012	849524953	42.9	967664634	40.6
2013	1,651,585,251	54.6	1,071,918,939	39.6
2014	940,859,504	41.6	919,571,763	39.6
2015	2,077,764,486	60.8	1,376,169,445	53.2
2016	1,000,314,562	42.9	651,195,947	35.5

المصدر: بورصة عمان، التقارير السنوية لـ 2007-2016 متوفرة على الموقع

<http://www.exchange.jo/ar/node/1652>

يشير معامل التحديد R^2 إلى أن حوالي 90.51% من التغيرات الحاصلة في درجة تركيز السوق تعود في محتواها إلى زيادة حجم الإصدارات الأولية و هي ذات علاقة طردية و قوية حيث قدر معامل الارتباط بـ 88.61% ، و هذا تفسير منطقي لأن الشركات الكبيرة و العريقة تكسب ثقة المستثمرين مما يدفعهم لشراء إصداراتها الجديدة و زيادة حجم التداول عليها كما يبين الجدول رقم 28 خاصة خلال فترة الأزمة لسنة 2008 حيث سجلت أكبر حجم تداول، و ما يلاحظ أيضا أن درجة التركيز زادت مع بداية الأزمة و لكن لم تكن بنسب كبيرة كما تظهر الإحصائيات الخاصة بالفترة ما قبل الأزمة.

الجدول رقم (42): الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية (مليون دينار)

t	القيمة السوقية	نصيب الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية	النسبة %
2002	5028	3455	68.7
2003	7772	5196	66.9
2004	2666	8826	67.7
2005	26667.1	18526	69.5
2006	21078.2	13793	65.4

المصدر: بورصة عمان، التقارير السنوية لـ 2002-2006 متوفرة على الموقع

<http://www.exchange.jo/ar/node/1652>

أما عن حجم التداول فسجلت أكبر نسبة خلال بداية الأزمة و هذا ما يفسر هروب المستثمرين نحو تداول أسهم الشركات الكبيرة و العريقة أما عن عدد الأسهم المتداولة فهي تتزايد من سنة إلى أخرى ويمكننا تفسير ذلك باحتفاظ المضاربين بأسهم الشركات الكبيرة و تتجه نحو التداول كلما خفت حدة الأزمة.

1-2-2- عدم الاستقرار: أهم عنصر يمكن التركيز عليه بعد دراسة باقي المتغيرات و يمثل الانحراف المعياري لعوائد السوق و كلما انخفضت درجة التقلب في عوائد السوق زادت كفاءته و استقراره و البيانات التالية تثبت ذلك

الجدول رقم 43 : عائد السهم⁴³³ وعائد السوق

الفترة	عائد السهم (دينار)	عائد السوق %	r_i	$(R_m - r_i)$	$(R_m - r_i)^2$
2006	0.209	31.6-	0.77-	30.83-	950.48
2007	0.227	36.3	0.77-	35.53	1262.38
2008	0.226	32.3-	0.77-	31.53	994.14
2009	0.113	5.8-	0.77-	5.03-	25.30
2010	0.116	2.9	0.77-	3.67	13.46
2011	0.156	0.2	0.77-	0.97	0.9409
2012	0.150	2.9	0.77-	3.67	13.46
2013	0.145	9.6	0.77-	10.37	107.53
2014	0.162	2.4	0.77-	3.17	10.04
2015	0.147	4.5	0.77-	5.27	27.77
2016	NA	2.35	0.77-	3.12	9.73

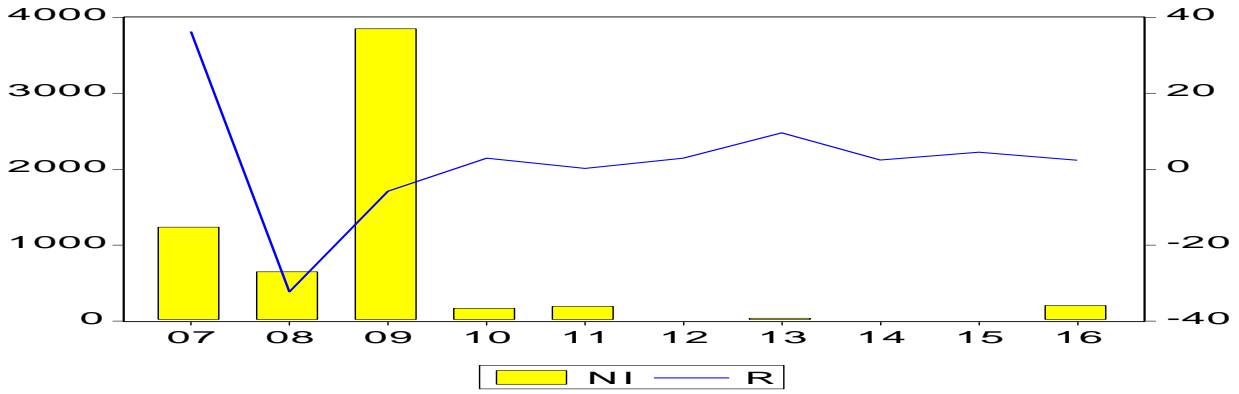
المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013 ص 84. و النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

لو تمعنا في التباين الخاص بعائد السهم لوجدنا أن هناك تباين طفيف جدا بين القيم الفعلية و متوسط عائد السهم لكن بحساب الانحراف المعياري الخاص بعائد السوق $\delta_m = \sqrt{\frac{3415.23}{10}} = 18.48\%$ نجد أنه يتعد كثيرا عن متوسط عائد السوق مما يوحي بتذبذب العائد و زيادة المخاطر لأن الفرق بين المشاهدات الفعلية ووسطها الحسابي كان واسعا مما يجعلنا نقول بأن السوق غير مستقرة.

كما أن معامل الارتباط و الذي قدر بـ -7.3% يدل على ضعف العلاقة الموجودة بين حجم الإصدارات و عائد السوق، و أن 10.55% فقط من التغيرات في عائد السوق ترجع إلى حجم الإصدارات مما يبين أن حجم الإصدارات ليس لها دور في استقرار السوق و الرسم البياني التالي وضح ذلك:

الشكل رقم 50 : علاقة حجم الإصدار بعائد السوق.

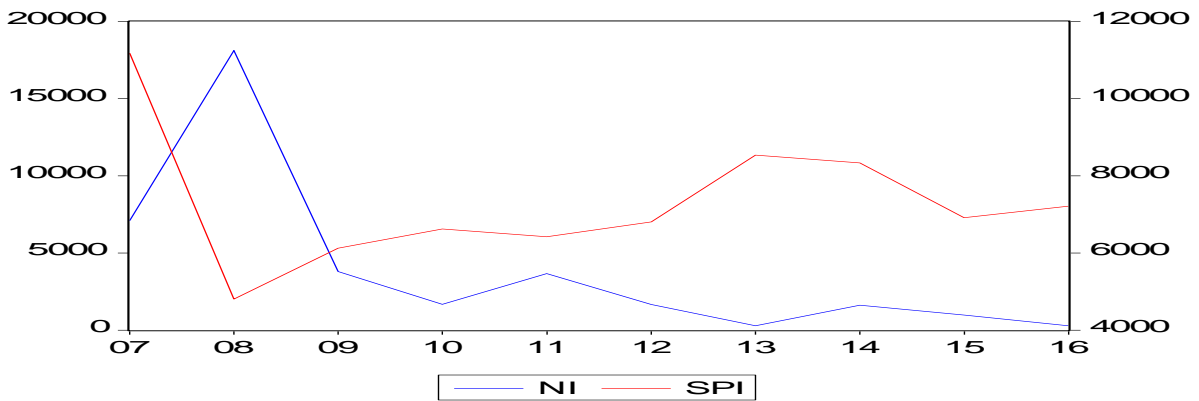
⁴³³ - و يساوي صافي الأرباح بعد الضرائب مقسوم على عدد الأسهم المكتتب بها.



2- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات البورصة السعودية

يدل معامل الارتباط المحسوب عن طريق برنامج E-views أن علاقة مؤشر السوق بحجم الإصدارات علاقة ضعيفة حيث قدر معامل الارتباط بـ -8.12% و يدل معامل التحديد على أن 9.89% من التغير في مؤشر السوق ترجع إلى التغير في حجم الإصدار مما يجعلنا نقول أن حجم الإصدار ليس له دور كبير في استقرار أو تغير مؤشر السوق و شكل الانتشار التالي يوضح مدى التباين بين المنحنيين و أنها يتعاكسان في الاتجاه من فترة إلى أخرى.

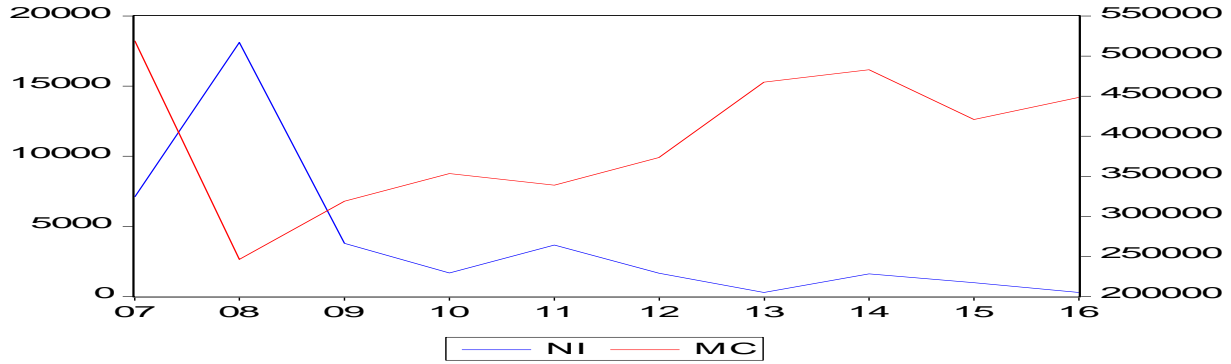
علاقة حجم الإصدار بمؤشر السوق.



2-1- علاقة الإصدارات الأولية بحجم و سيولة السوق :

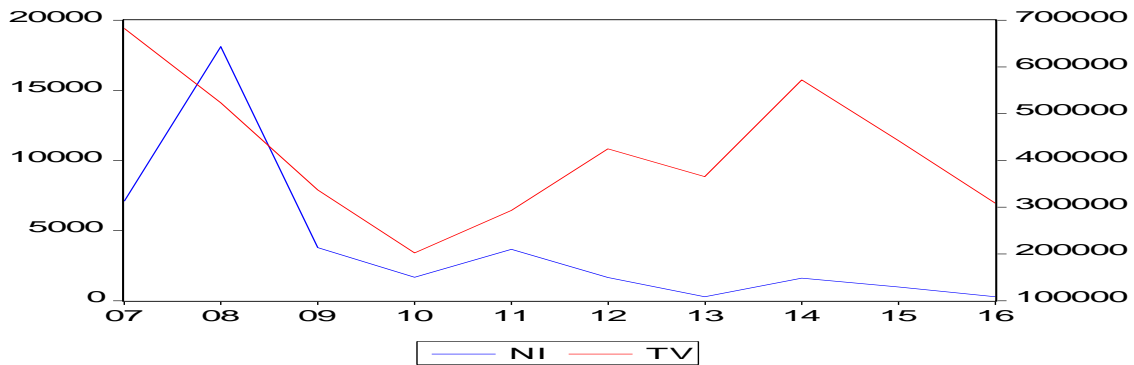
من النتائج المحسوبة عن طريق برنامج E-views تبين أن هناك علاقة ضعيفة جدا بين حجم الإصدارات و القيمة السوقية حيث قدر معامل الارتباط بـ 7.94% أما معامل التحديد فقدر بـ 23.28% ، و هذا يعني أن الإصدارات الأولية لا تفسر التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية إلا بنسبة ضعيفة و الشكل البياني التالي يبين مدى تشتت قيم مشاهدات كل من المتغيرين و أنهما يختلفان في الاتجاه من حين إلى آخر.

علاقة حجم الإصدار بالقيمة السوقية.



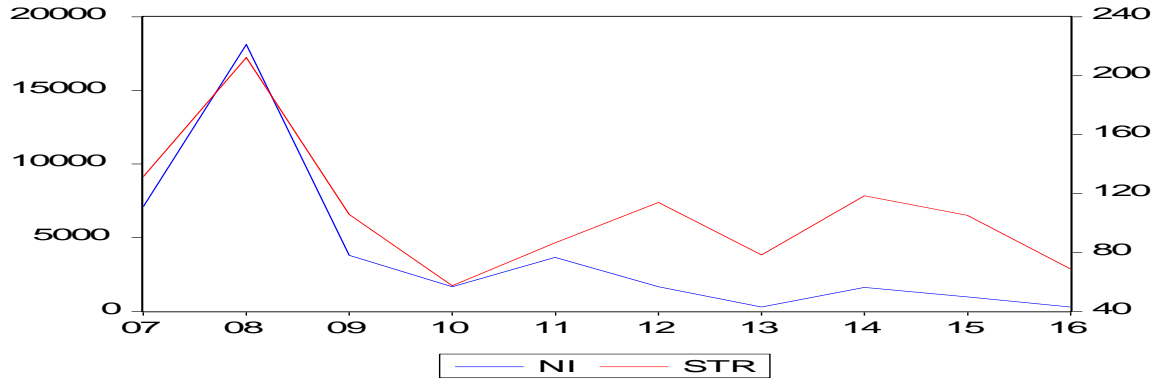
و ما يلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في تزايد و كذلك عدد الأسهم المتداولة تقريبا هي في تزايد من سنة إلى أخرى مما يدل على زيادة اتساع السوق ولكن لم يكن هذا التوسع بسبب الإصدارات الأولية كما يظهر النموذج.

كما أن العلاقة بين حجم الإصدارات و حجم التداول علاقة ضعيفة كما يظهر معامل الارتباط و معامل التحديد $R^2 = 29.50\%$, $R = 15.40\%$ ما يجعلنا نقول أنه لا يمكن السيطرة على أحجام التداول بتعديل حجم الإصدارات وشكل الانتشار بين الاتجاهين المختلفين لكل منهما:
علاقة حجم الإصدار بحجم التداول.



أما بالنسبة لمعدل الدوران و حجم الإصدار فكانت العلاقة قوية كما تبين الحسابات والرسم البياني $R^2 = 87.88\%$, $R = 85.46\%$:

علاقة حجم الإصدار بمعدل الدوران.



2-2- علاقة الإصدارات الأولية بعدم الاستقرار

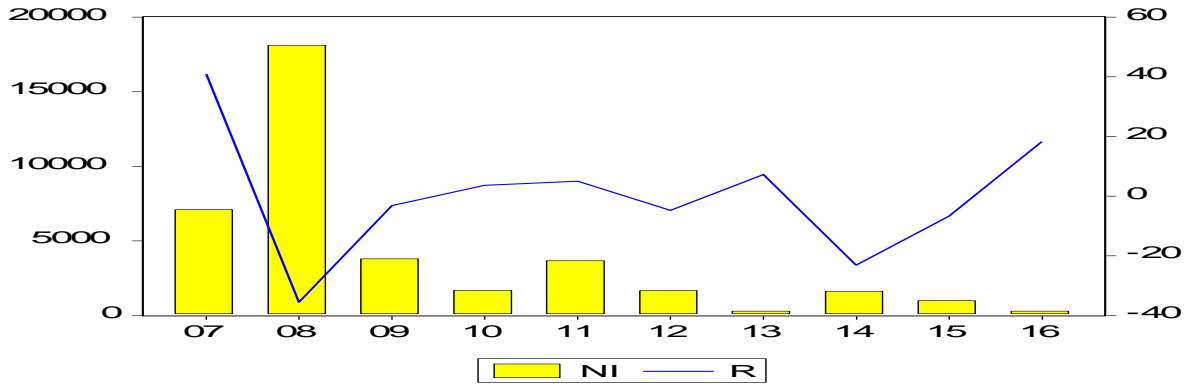
يظهر معامل الارتباط بأن هناك علاقة ضعيفة بين حجم الإصدارات و عائد السوق حيث قدر بـ $R=10.59\%$ ومعامل التحديد بـ $R^2 = 25.49\%$ مما يجعلنا نقول بأن حجم الإصدارات لا يشارك في استقرار السوق أو عدم استقراره، و للحكم على استقرار السوق قمنا بحساب الانحراف المعياري لعائد السوق كما تظهر الحسابات التالية :

الفترة	عائد السوق %	r_i	$(R_m - r_i)$	$(R_m - r_i)^2$
2006	52.5-	3.73-	48.77-	2378.51
2007	40.9	3.73-	44.63	1991.83
2008	35.6-	3.73-	31.87-	1015.69
2009	3.2-	3.73-	0.53	0.2809
2010	3.6	3.73-	7.33	53.72
2011	5.0	3.73-	8.73	76.21
2012	4.8-	3.73-	1.07-	1.14
2013	7.2	3.73-	10.93	119.46
2014	23.2-	3.73-	19.47-	379.08
2015	6.7-	3.73-	2.97-	8.82
2016	28.22	3.73-	31.95	1020.80

$$\delta_m = \sqrt{\frac{7045.54}{10}} = 26.554\%$$

ومن الانحراف المعياري نقول بأن سوق الأسهم السعودي يتميز بعدم الاستقرار لأن الانحراف بعيد جدا عن متوسط عائد السوق مما يدل على زيادة مخاطر السوق، كما أن عدم الاستقرار قد يكون ناتج عن أسباب أخرى كالأزمة المالية العالمية و تراجع أسعار النفط و ليس حجم الإصدار.

علاقة حجم الإصدار بعائد السوق.



وما يلاحظ على الشكل البياني أنه يبين بدقة الاختلافات الخاصة باتجاه كلا المتغيرين من فترة إلى أخرى.

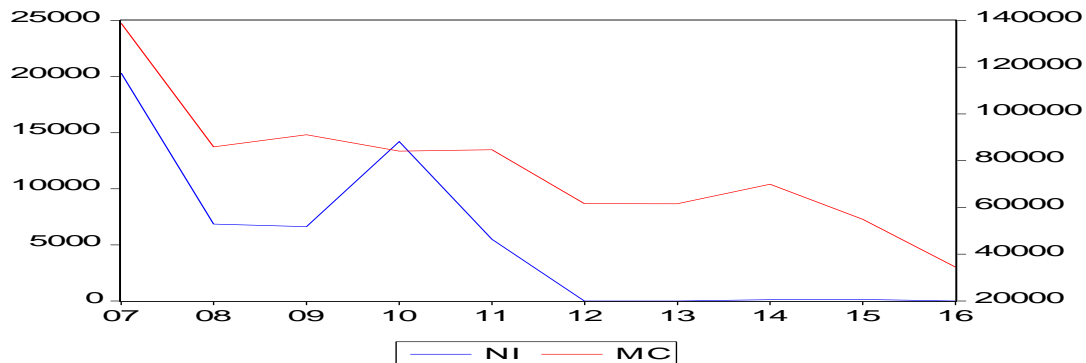
3- علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات البورصة المصرية :

تبين بعد أن أدخلنا المعطيات الخاصة بالبورصة المصرية في برنامج *E-views* أن $R^2 = 29.93\%$, $R = 15.92\%$ وهذا يوحي بوجود ترابط ضعيف بين حجم الإصدارات و مؤشر السوق، و منه فإن حجم الإصدار لا يساهم في استقرار مؤشر السوق المصرية، و لكن سبق و أن ذكرنا أن مؤشر السوق يعكس فقط الاتجاه العام للسوق و ليس سعر الورقة المالية لذا يجب الاعتماد على مؤشرات الحجم و السيولة.

3-1- علاقة الإصدارات الأولية بحجم السوق و مؤشر السيولة:

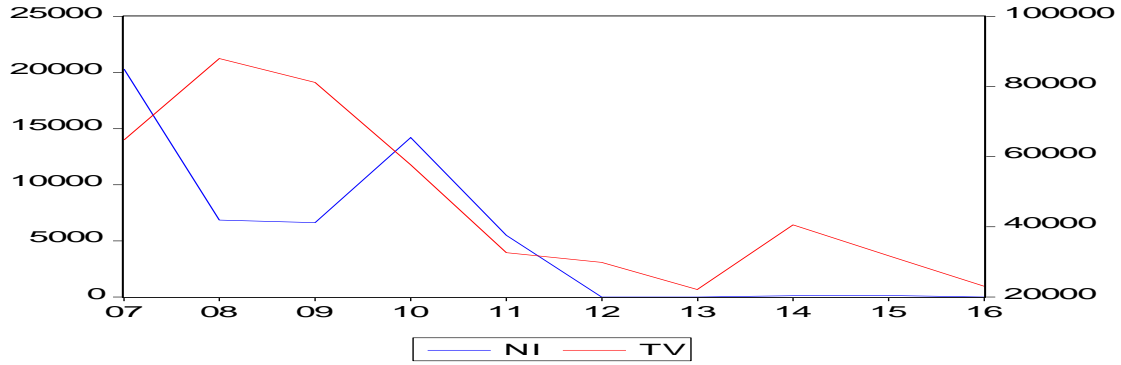
بلغ معامل التحديد $R^2 = 80.65\%$ و معامل الارتباط $R = 76.78\%$ مما يعين أن حجم الإصدار كان تأثيره قوي على حجم السوق و الشكل الموالي يظهر العلاقة القوية الموجودة بين حجم الإصدارات و حجم السوق وهذا منطقي فكلما زاد حجم الإصدارات توجهت الأوراق المالية المقيدة في البورصة نحو الزيادة.

علاقة حجم الإصدار بحجم السوق



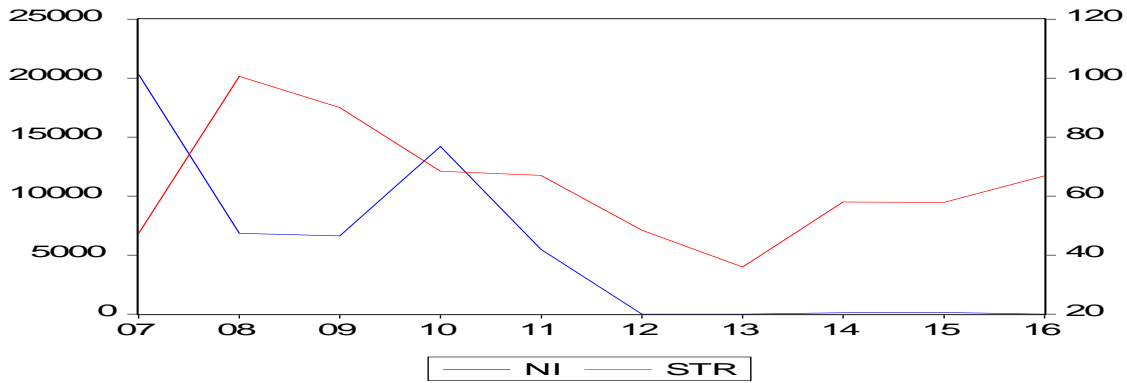
كما أثبت معامل الارتباط و الذي قدر بـ $R=10.27\%$ أن العلاقة بين حجم الإصدارات و حجم التداول كانت ضعيفة و أن 25.22% من التغيرات في حجم التداول ترجع إلى حجم الإصدار، كما يمكننا ملاحظة ذلك من خلال شكل الانتشار التالي:

علاقة حجم الإصدار بحجم التداول



أما عن العلاقة الموجودة بين حجم الإصدارات و معدل الدوران فهي علاقة ضعيف كما يبين معامل الارتباط $R=-19.14\%$ ، كما أن حجم الإصدار لا يفسر التغيرات التي تحدث في معدل الدوران إلا بشكل طفيف جدا بنسبة 0.71% و الشكل البياني التالي يبين ذلك:

علاقة حجم الإصدار بمعدل الدوران



و منه نقول أن البورصة المصرية لا تتميز بتطور كبير و ملحوظ خلال الفترة المدروسة.

3-1- علاقة الإصدارات الأولية بعدم الاستقرار:

إن حجم الإصدار ليس له علاقة قوية بمؤشرات الحجم والسيولة، كما أن العلاقة التي تربطه بعائد السوق هي علاقة متوسطة، حيث قدر معامل الارتباط بـ 6.24% ، أما معامل التحديد فقد بـ 21.87% لذا نقول أن حجم الإصدار تربطه علاقة ضعيفة باستقرار السوق و لكن ما يشاهد على البورصة أنها تتميز بعدم الاستقرار و الانحراف المعياري لعائد السوق يبين ذلك.

الفترة	عائد السوق %	r_i	$(R_m - r_i)$	$(R_m - r_i)^2$
2006	6.3	3.6	2.7	7.29

1576.09	39.7	3.6	43.3	2007
1354.24	36.8-	3.6	33.2-	2008
676	2.6-	3.6	22.4-	2009
0.16	0.4	3.6	4.0	2010
462.25	21.5-	3.6	17.9-	2011
96.04	9.8-	3.6	6.2-	2012
292.41	17.1	3.6	20.7	2013
114.49	10.7-	3.6	7.1-	2014
65.61	8.1-	3.6	4.5-	2015
2813.24	53.04	3.6	56.64	2016

$$\delta_m = \sqrt{\frac{7454.82}{10}} = 27.30\%$$

لقد أثبتت العينة المدروسة أن الإصدارات الأولية لا تساهم في استقرار السوق، لكن هل ينطبق ذلك بصفة عامة على الأسواق المالية العربية؟ لذا في هذه الخطوة سنقوم بدراسة العلاقة الموجودة بين المتغيرات المدروسة مع التركيز على مؤشر صندوق النقد العربي⁴³⁴ و عائد الأسواق المالية العربية بصفة عامة و المحسوبة على أساس المؤشر السابق حتى نثبت فرضيات الدراسة بدقة.

المطلب الرابع: علاقة الإصدارات الأولية بمؤشرات أداء الأسواق المالية العربية

لقد تنوعت الإصدارات الأولية في الأسواق المالية العربية بين أسهم وسندات وصكوك لذا سنقوم بدراسة تأثير كل منها على كل مؤشر من مؤشرات الأسواق المالية العربية.

1- علاقة الأسهم بمؤشرات الأسواق المالية العربية

الجدول رقم (44): تطور نشاط الإصدارات الأولية في الدول العربية

الفترة	عدد الإصدارات	قيمة الإصدارات من الأسهم	السندات الحكومية	السندات الشركات	الصكوك (مليار دولار)
--------	---------------	--------------------------	------------------	-----------------	----------------------

⁴³⁴ - يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في خمسة عسرة سوقاً، و هي الأسواق في كل من الأردن و البحرين و تونس و السعودية و عمان و الكويت، و لبنان و مصر و المغرب و أبو ظبي و دبي و قطر و السودان و الجزائر و فلسطين و يعتمد الصندوق إلی احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة و ذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول المشاركة في قاعدة البيانات كأنها لدولة واحدة، و يتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي و ليس بالعملة المحلية.

الشركات	الحكومية	(مليار دولار)	(مليار دولار)	(مليون دولار)	من الأسهم	
15.13	3.72	12.36	9.34	14439.7	71	2007
5.54	3.5	2.651	3.98	13165.1	54	2008
2.26	4.1	13.906	30.799	2147.3	18	2009
4.14	1.8	15.854	29.720	2750.5	27	2010
5.45	11.2	9.045	36.108	853.0	16	2011
10.95	10.5	17.861	39.434	1693.0	11	2012
14.11	7.5	16.576	41.418	1006.0	20	2013
9.57	7.9	18.667	53.525	10138.1	24	2014
10.57	5.1	14.765	90.891	2372.7	12	2015

المصدر : التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية – صندوق النقد العربي.

الجدول رقم (45): المجموع الكلي لأداء الأسواق المالية العربية

الفترة	Composite index AMF	MC (مليون دولار)	NC	TV (مليون دولار)	R	NST (مليون سهم)	% STR
2007	328.7	1338550	1550	1108070	38.3	323019	82.78
2008	166.2	769589	1542	997874	49.4-	304582	129.66
2009	196.3	903427	1495	653458	15.33	364338	72.33
2010	240.04	986832	1426	378985	22.3	202595	38.40
2011	213.36	876982	1460	421041	11.11-	260031	48.01
2012	219.63	918612	1469	612132	2.93	902891	66.63
2013	298.37	1132166	1466	533511	31.78	406526	47.22
2014	265.8	1203000	1404	84691.3	16.2-	415758.9	70.4
2015	222.7	1064540	1407	584213.6	15	289710	54.9

المصدر : النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، (مؤشر الصندوق خاص بالربع الأخير من كل سنة أما

العائد فمحسوب على أساس التغير بين الربع الرابع من السنة ن و الربع الرابع من السنة ن-1)

بعد توضيح مختلف الإحصائيات الخاصة بالجدول السابقة سنقوم بدراسة العلاقة الموجودة بين نشاط

الإصدارات من الأسهم و مؤشرات أداء الأسواق المالية العربية كما تظهر النتائج التالية من برنامج *E-views*

المؤشر	% R	% R ²
AMF index	9.8-	12.16
MC	2.65-	17.87
NC	69.94	95.95
TV	82.77	86.21
NST	17.02-	6.37
STR	48.7	58.96
R	23.18-	1.44

ما يمكن تسجيله من الحسابات السابقة أن الإصدارات الأولية الخاصة بالأسهم ليس لها علاقة باستقرار المؤشر

أو عائد السوق لكنها مرتبطة بعلاقة قوية فيما يخص عدد الشركات و حجم التداول، أي كلما زاد حجم

الإصدار من الأسهم زادت عدد الشركات المدرجة التي تدل على اتساع السوق و زاد حجم التداول و الذي يدل على سيولة السوق، و أما علاقتها بالقيمة السوقية فكانت ضعيفة لأن حجم الإصدارات في تناقص من سنة إلى أخرى هذا من جهة و لا تؤثر في القيمة السوقية إلا في فترات تصريف الإصدارات الجديدة، ومنه نقول أن إصدار الأسهم في الدول العربية يساهم في كبر حجم السوق و سيولته و لكن لا يؤثر على عائد السوق.

2-علاقة السندات و الصكوك بمؤشرات الأسواق المالية العربية.

أما باقي الإصدارات و علاقتها بمؤشرات تطور نمو سوق الأوراق المالية فيتم دراستها من خلال الجدول التالي:

صكوك الشركات		صكوك حكومية		سندات الشركات		سندات حكومية		المؤشر
% R ²	% R	% R ²	% R	% R ²	% R	% R ²	% R	
40.41	25.52	3.87	20.15-	6.80	16.49-	6.74	16.57-	AMF index
36.91	21.13	8.07	14.9-	5.72	17.84-	14.82	6.46-	MC
11.22	10.96-	8.99	13.76-	31.21	14.02	85.93	82.42	NC
20.77	00	20.22	0.27	15.81	5.23-	93.19	91.48	TV
37.36	21.95	1.68	22.89-	12.57	9.27-	0.78	24.02-	NST
23.56-	1.14	13.38	8.27-	30.12	12.65	66.60	58.25	STR
9.97	12.53-	4.48	19.38-	39.09	23.87	00	24.92-	R

إن النتائج المتوصل إليها في العينة المختارة يمكن تعميمها على الأسواق المالية العربية و النتائج السابقة تبين ضعف العلاقة بين حجم الإصدارات من السندات و استقرار المؤشر أو عائد السوق، لكن مالا يجب أن يفوتنا هو أن السندات الحكومية أثرت بشكل كبير على عدد الشركات المدرجة و زيادة حجم التداول، كما أنها ترتبط بعلاقة قوية بمعدل الدوران مما يجعلنا نقول أنها تساهم في توسيع السوق و زيادة سيولته فالسندات الحكومية أوراق مالية يزداد الطلب عليها حتى في فترات الأزمة كما هو مشاهد في نشاط الأسواق المالية العربية لأنها تتميز بارتفاع العائد و قلة المخاطر كما أنها مضمونة من قبل الدولة. و كنتيجة أخيرة أقول أن الإصدارات الأولية قد يكون لها دور في توسيع السوق كزيادة القيمة السوقية و عدد الأوراق المالية المتداولة والشركات المسجلة، و كذلك زيادة درجة السيولة بمعنى سهولة تحويل الأوراق المالية و لكن ما توصلنا إليه أن الإصدارات لا تمس بشكل كبير استقرار العائد و مؤشر السوق وخاصة إصدارات الأسهم و سندات الشركات.

3- دراسة مقارنة لنتائج الأسواق: فيما يلي يتم استعراض أهم النتائج التي تم التوصل إليها في الجانب التطبيقي لإيجاد نوع من التقارب بين سوق الأردن و السعودية و مصر ثم تعميم تلك النتائج على السوق المالية العربية

الجدول رقم (45): استعراض و مقارنة النتائج

مؤشرات البورصة	البورصة الأردنية			السعودية			مصر			السوق المالية العربية		
	العلاقة	% R ²	% R	العلاقة	% R ²	% R	العلاقة	% R ²	% R	العلاقة	% R ²	% R
مؤشر السوق	قوية	84.87	81.85	لا توجد	9.89	-8.12	لا توجد	29.93	15.92	لا توجد	12.16	-9.8
حجم السوق	قوية	92.23	93.52	لا توجد	23.28	7.94	قوي	80.65	76.78	لا توجد	17.87	-2.65
حجم التداول	ضعيفة	50.06	40.07	لا توجد	29.50	15.40	لا توجد	25.22	10.27	قوي	86.21	82.77
معدل الدوران	ضعيفة	37.48	24.98	قوي	87.88	85.46	لا توجد	0.71	-	لا توجد	58.96	48.7
عائد السوق	لا توجد	9.89	-8.12	لا توجد	25.49	10.59	لا توجد	21.87	6.24	لا توجد	1.44	- 23.18

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على النتائج المتحصل عليها من برنامج *E-views*

ومن النتائج السابقة نستخلص ما يلي: أن استقرار السوق المالية أو استقرار مؤشر الأسعار أو عائد السوق لا يرجع إلى تعديل الإصدارات الأولية و هذا ما يثبت نفي الفرضية التي وضعت في بداية البحث، فقد تكون سوق تفتقر إلى حجم إصدار جديد لكنها سوق مستقرة و العكس صحيح، و يرجع ذلك في أغلب الأحوال إلى الرشد الاقتصادي والاستثماري الذي يتميز به كبار المستثمرين و المضاربين، بالإضافة إلى توفر السوق على المختصين و صناع السوق الذي يعملون على إحداث توازن السوق و استقراره سواء في حالات الفائض أو العجز في الكمية أو في حالة الاتجاه الصعودي و التزولي لسعر الورقة المالية، لذا أقول أن الإصدارات الأولية ليس لها تأثير قوي و بارز على حجم السوق و سيولته أو عائده لأن النتائج الخاصة بالعينة المدروسة كانت موافقة لحد كبير للنتائج الخاصة بالعينة الشاملة للأسواق المالية العربية باستثناء السندات الحكومية التي كان لها تأثير قوي على زيادة حجم السوق و سيولته لأن زيادة هذه الأخير يكسب الأفراد أو المستثمرين ثقة كبيرة في السوق مما يجعلهم يعززون تداولاتهم في هذه الأدوات مقابل ارتفاع العوائد التي يحصلون عليها.

وفي نهاية المطاف إذا كانت الإصدارات الأولية لا تؤثر أو تغير من مؤشرات أداء بورصة الأوراق المالية فهل يمكن للحالة العكسية أن يكون لها تأثير قوي، أي هل يمكن لمؤشر السوق و باقي المؤشرات أن يكون لها تأثير على حجم الإصدارات الأولية باعتبارها كمتغير تابع ومنه سنقوم بدراسة هذه العلاقة عن طريق الارتباط الخطي المتعدد.

4- أثر مؤشرات البورصة على حجم الإصدارات:

من خلال هذه النقطة سنحاول قياس أثر مؤشرات تطور أداء البورصة على حجم الإصدارات و ذلك من خلال سبع مؤشرات و التي تعتبر متغيرات مستقلة في النموذج أما المتغير التابع فهو حجم الإصدارات الأولية و الحسابات التالية تبين ذلك:

4-1- بورصة الأردن

المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر السوق	81.85	84.87	قوية جدا
حجم السوق	92.23	93.52	قوية جدا
مؤشرات السيولة	40.07	50.06	متوسط
درجة الاستقرار	7.3-	10.56	لا توجد علاقة

من النتائج السابقة يتبين أن هناك تأثير قوي لمؤشر السوق على حجم الإصدارات و كذلك بالنسبة لحجم السوق، ولكن تأثير عائد السوق على الإصدارات الأولية ضعيف لان عائد السوق تميز بعدم الاستقرار خلال فترة الدراسة مما أفقد المستثمرين ثقتهم في السوق من أجل زيادة إصدارات جديدة.

4-2- بورصة السعودية

المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر السوق	8.12-	9.89	لا توجد علاقة
حجم السوق	7.94	23.28	لا توجد علاقة
مؤشرات السيولة	85.46	87.88	قوي
درجة الاستقرار	10.59	25.49	لا توجد علاقة

ومنه نجد أن تأثير حجم السوق و سيولته قوي على الإصدارات الأولية و لكن تأثير عائد السوق كان ضعيفا و حتى نعمم النتائج نأخذ البورصة المصرية والنتائج الخاصة بها.

4-3- بورصة مصر

المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر السوق	15.92	29.93	لا توجد علاقة
حجم السوق	76.78	80.65	قوي جدا
مؤشرات السيولة	10.27	25.22	لا توجد علاقة
درجة الاستقرار	19.14-	0.71	لا توجد علاقة

وكمحصلة نهائية نقول أن مؤشر السوق لا يؤثر تأثير كبير لأنه لا يعبر عن اتجاه السوق بدقة، أما حجم السوق و سيولته فيؤثر بدرجة كبيرة على حجم الإصدارات و هذا شيء منطقي و مشاهد فكلما زادت عدد الشركات المقيدة و زادت القيمة السوقية و عدد الأسهم المتداولة في السوق فمعنى ذلك زيادة ثقة المستثمرين في الشركات مما يدفعها لزيادة حجم إصداراتها الأولية خاصة إذا كان عائد السوق مستقر و يتميز بمعدلات نمو

معتدلة بعكس الأسواق التي لا يستقر فيها العائد فإن الإصدارات أو السلعة المتداولة في البورصة تكون بكميات قليلة.

4-4- مجموع البورصات العربية

لتأكيد تعميم النتائج و تبيان التأثير الأكبر من المؤشرات على الإصدارات سواء كانت أسهم أو سندات حكومية أو سندات الشركات نبين ذلك من خلال الحسابات التالية:

الإصدارات الخاصة بالأسهم			
المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر صندوق النقد العربي	-9.8	12.16	لا توجد علاقة
حجم السوق	-265	17.87	لا توجد علاقة
مؤشرات السيولة	82.77	86.21	قوي
درجة الاستقرار	-23.18	1.44	لا توجد علاقة
الإصدارات الخاصة بالسندات الحكومية			
المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر صندوق النقد العربي	-16.57	6.74	لا توجد علاقة
حجم السوق	6.46	14.82	لا توجد علاقة
مؤشرات السيولة	91.48	93.19	قوي جدا
درجة الاستقرار	-24.92	00	لا توجد علاقة
الإصدارات الخاصة بالسندات الشركات			
المؤشرات	% R	% R ²	العلاقة
مؤشر صندوق النقد العربي	-16.49	6.8	لا توجد علاقة
حجم السوق	-17.84	5.72	لا توجد علاقة
مؤشرات السيولة	-5.23	15.81	لا توجد علاقة
درجة الاستقرار	23.87	39.09	ضعيفة جدا

بعد هذه الحسابات يمكن القول أن مؤشر و عائد السوق ليس لهما أي تأثير على إصدار الأسهم أو السندات باستثناء السندات الشركات التي تأثرت بعائد السوق بشكل طفيف، أما مؤشرات الحجم و السيولة فحالتها حال العينة التي درست سابقا و هذا فيما يخص الأسهم و السندات الحكومية أما سندات الشركات فلم تؤثر فيها مؤشرات الحجم و السيولة إلا بنسب طفيفة جدا.

خلاصة الفصل الرابع

للأسواق المالية العربية مميزات تجعلها تختلف عن غيرها من الأسواق الناشئة و المتطورة و خاصة بعد غياب صناعة و صناع السوق من هذه الأسواق و ما يتبعه من قلة التداول و ظهور تذبذبات في مؤشر السوق، بالإضافة إلى غياب الابتكار و التجديد في الأدوات المالية مما يجعلها سوق ضيقة و لا تعد مركز جذب للمستثمرين الأجانب، أما ما يدل على ضيقها كذلك هو قلة عدد الشركات المدرجة و ضعف رسملة السوق إذا قورنت بالنتائج المحلي الإجمالي، كما أن تركيز حجم التداول في عدد معين من الشركات الكبيرة و العريقة يعد نقطة سلبية في عرقلة نمو البورصات العربية و تطورها و عدم قدرة الشركات الأخرى على زيادة عدد الإصدارات الأولية و هذا ما يفسر تناقص الإصدارات الأولية من سنة إلى أخرى خاصة إذا قورن بحجم الإصدارات في الأسواق الناشئة، إلا أن هناك دلائل تغيير و تحسن كدخول مستثمرين أجانب و تسطير قوانين تسمح بذلك مما يعزز تطور و استقرار البورصة رغم هذا فالتدفق السليبي يغلب على التدفق الايجابي في أغلب البورصات العربية خاصة خلال فترة الأزمة كما بينا في الفصل التطبيقي من خلال الإحصائيات والأشكال البيانية . لذا لا بد من تحسين نشاط السوق الأولي و توفير السماسرة و صناع السوق و أنظمة تداول متطورة و مهندسين في المنتجات المالية و تحديد القوانين التي تنهض بكفاءة و استقرار البورصات العربية حتى لا تبقى الإصدارات من الأسهم في تناقص كما لوحظ على البورصات العربية بعكس السندات و خاصة السندات الحكومية والصكوك في تزايد بسبب الثقة المتزايدة و توجه أغلب المستثمرين العرب للمنتجات التي توافق الشريعة الإسلامية

الخاتمة العامة :

أصبح اللجوء إلى السوق المالية في الاقتصاديات الحديثة يشكل أهم مصدر تمويل للشركات التي تلجأ إلى عمليات الطرح الأولي إذا كانت جديدة أو طرح ثانوي إذا أرادت زيادة رأسمالها ، عن طريق إصدار مختلف الأدوات المالية مما نشط دور السوق الأولية، ووفر بنوك الاستثمار فيها و ضمائها تصريف الإصدارات الجديدة بأقل تكلفة و توفير الدعاية و الإعلان و كذا توفير المعلومات الضرورية لضمان عوائد مستقبلية للمستثمرين بأقل مخاطرة، و حماية السوق من الهزات والأزمات.

وهنا برزت دور صناديق الاستثمار أكثر باعتبارها تركز على التنويع و الإدارة النشطة مما يوفر أمان أكثر للمستثمر، هذا من جهة و كفاءة للسوق المالية من جهة أخرى، وخاصة إذا كان هناك سرعة ودقة في نقل المعلومات، والتي تتاح لجميع المستثمرين على حد سواء دون تمييز، سواء ما تعلق برأس مال الشركة، تسديد الديون، أو توزيع الأرباح و غيرها من الإشارات الدالة على تطور و نمو الشركة المصدرة للأوراق المالية، و هذا بالطبع لا يكفي لكفاءة البورصة لذا لا بد من توفر داخل الردهة ما يعرف بصناعة و صناعات السوق و ضبط أحجام التداول، حسب ما يكون من عرض و طلب و وضع القوانين التي تحمي من تلاعبات كبار المضاربين بالأوراق المالية و آثارها السلبية على صغار المستثمرين، والتركيز في نفس الوقت على الاستثمار المالي الذي له علاقة وطيدة بالاستثمار الحقيقي، وليس الاستثمار المالي و علاقته بالفقاعة الذي يزيد من مخاطر الاستثمار سواء كانت نظامية أو غير نظامية كالتضخم و معدل الفائدة و مخاطر الرافعة المالية و الخطر المعنوي وسلوك القطيع و غيرها من المخاطر، وما زاد من حدة هذه المخاطر هو بروز المشتقات والعقود الآجلة والمستقبلية والمبادلات التي أصبحت تهدد كيان الاقتصاد برمته كما حدث في أزمة العقار

لسنة 2008، ولا تتوقف عند سوق الأوراق المالية فقط، و ما زاد الأزمة حدة هي ظهور الشبكة العنكبوتية و التحركات الدولية لرؤوس الأموال و الشراسة المالية للمضاربين في الأسواق الدولية عن طريق إصدار الأوامر بسرعة مما جعل أسعار الأوراق المالية تتذبذب باستمرار و في لحظات وأصبح الاعتماد على الحدس هو الغالب على اتخاذ قرارات الشراء والبيع و ليس ما يعرف بفلسفة التحليل الفني و الأساسي، و ما زاد من تذبذب الأسعار هو التداول بالهامش والبيع على المكشوف وهو عملية استعمال القروض للمتاجرة في الأوراق المالية، والثاني هو بيع أوراق مالية لا يملكها المضارب ويتم هذا البيع عادة من قبل العميل الذي يدخل للسوق مضاربا على الهبوط فيحصل على ربح ناتج عن فارق السعرين مما جعل نشاط البورصة يتميز بالقمار لا بالاستثمار باعتبار أن الفرد تكون لديه رغبة غير محددة لتحمل مخاطر كبيرة من أجل الحصول على عائد مرتفع و غير مؤكد، هذا ما جعل الانحراف المعياري لأسعار الأسهم في تذبذب و تغير و هذا بدوره دفع المستثمرين إلى التنوع سواء كان عشوائي و هو ما يسمى بالتنوع الساذج، أو التنوع الذي يقوم على أساس معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية و هو ما يسمى بتنوع ماركويتز، هذا من جهة و السعي وراء المحافظ الكفؤة من جهة أخرى باستعمال النماذج الرياضية كنموذج تسعير الأصول الرأسمالية و نموذج السوق و غيرها، أما في حالة الأسواق المالية العربية فقد تم استعمال برنامج E-views للحصول على الحسابات الدقيقة و السريعة عن الظاهرة المدروسة وقد وجدنا أن الإصدارات الأولية لها تأثير مباشر على حجم التداول وعدد الشركات خاصة في المرحلة التي يتم فيها تصريف الإصدار أو ما يسمى بعملية الاكتتاب، أما بالنسبة لمؤشر السوق و عائد السوق

فكان التأثير ضعيف باستثناء الإصدارات من السندات الحكومية باعتبارها كانت تتزايد من سنة إلى أخرى، في حين إصدارات الأسهم كانت تتناقص من سنة إلى أخرى، ويمكن تفسير ذلك بتوجه المستثمرين بإحلال السندات محل الأسهم خاصة بعد الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية.

اختبار الفرضيات

بعد تحليل المعطيات الخاصة بالفصل التطبيقي تبين لنا صحة الفرضية الأولى، بأن الإصدارات المدروسة و المضبوطة هي التي تساهم في استقرار البورصة، فقد تكون سوق تفتقد لإصدارات جديدة ولكنها سوق مستقرة، لأن الشركات التي أصدرت الأوراق المالية شركات عريقة و تلتزم بنشر المعطيات الصحية والدورية.

كما تبين لنا من خلال الدراسة التطبيقية أن استقرار البورصة يرتبط بعوامل أخرى مثل الاستثمار الأجنبي الغير مباشر الذي كان يتدفق بقوة للبورصات العربية قبل الأزمة العالمية و الذي زاد في سيولتها و كفاءتها بالإضافة إلى تذبذب أسعار النفط و ماله من آثار على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

أما الفرضية الثانية و الرابعة فلا يمكن إثباتها باعتبار البورصات العربية تفتقر إلى الابتكار في الأدوات المالية و تحتوي على الأسهم و السندات و الصكوك فقط. بالإضافة إلى وعم وجود صناعات و صناعة الأسواق فيها كما نصت عليه الفرضية الأخيرة.

الاستنتاجات و الاقتراحات:

انطلاقاً من هذا البحث يمكن تقديم الاستنتاجات و الاقتراحات التالية :

1- الاستنتاجات:

- ✓ زيادة الإصدارات يساهم في سيولة السوق، وإذا كانت مصدرة من قبل الشركات قيد التأسيس فإنها تساهم في زيادة عدد الشركات.
- ✓ تساهم المضاربات في أسواق الأوراق المالية إذا كانت وفق حدود معينة في تنشيط السوق المالية وإقبال الشركات على الإدراج والاككتاب.
- ✓ ساهم المستثمرين الأجانب في تطوير البورصات العربية وتنشيطها قبل بروز الأزمة المالية العالمية.
- ✓ لم تتعرض البورصات العربية قبل سنة 2007 إلى أزمة مالية حادة لأنها لم تستقبل الاستثمارات المحفظية نتيجة القيود الصارمة التي كانت مفروضة عليها، لكن بعد الفتح التدريجي للسوق المالية العربية تأثرت البورصات العربية بتبعات الأزمة المالية العالمية.
- ✓ نشاط الاستثمار الأجنبي يؤثر تأثيراً بارزاً على أداء البورصة و يساهم في تنشيطها، كما أن متانة الاقتصاد بصفة عامة والبورصة في بصفة خاصة يساهم في جذب المستثمرين الأجانب.
- ✓ تناقص حجم الإصدار الأولي من أسهم في السوق المالية العربية بعد الأزمة العالمية بعدما كان يتزايد من سنة إلى أخرى قبل الأزمة، أما السندات الحكومية و الصكوك فكانت تتزايد بعد الأزمة.

2- الاقتراحات

- على المستثمرين في البورصة أن يأخذوا بمبدأ الحيطة و الحذر في شراء الإصدارات الأولية لأن الترويج لعملية الاككتاب قد تأخذ الغطاء الكاذب للشركات المصدرة للأوراق المالية.
- على أصحاب رؤوس الأموال توجيه المدخرات نحو الشركات الكفؤة حتى وإن كانت صغيرة حتى لا تتركز التداولات في عدد محدود من الشركات وتسهل عملية إدراج الشركات واستمرارها في السوق.

- لا بد من ربط الاستثمار الحقيقي أي الإصدارات التي تسهم في زيادة المشاريع الاقتصادية و الاستثمار المالي للنهوض بسوق قوية و اقتصاد متين.
- من الضروري أن تقوم البورصات العربية و هيئات أسواق المال بتوفير المعلومات والبيانات اليومية عن حركة تعاملات الأجانب و التوجه نحو التحرير التدريجي و المشروط تفاديا للخروج المفاجئ للاستثمارات المحفظية.
- وضع قيود على البيع على المكشوف والتغيرات التي تحدث في الأسعار
- اتخاذ كافة الإجراءات التي تقلل من فرص حدوث تقلبات سعرية للأسهم المتداولة وذلك من خلال إطالة فترة الاحتفاظ بالأسهم خاصة من جانب المستثمرين المؤسساتيين كصناديق الاستثمار و مدراء المحافظ.
- التقليل من تكاليف الصفقات و هامش ربح من أجل الحفاظ على استقرار الأسعار و سهولة بيع الأوراق المالية و هذا ما يوفر اتساع وعمق للسوق المالية.
- ضبط هروب رؤوس الأموال إلى دول أجنبية و توجيهها نحو تمويل المشاريع المحلية.
- توفير صناعة الأسواق و صناعات السوق المتخصصة و بنوك الاستثمار التي لديها الخبرة الطويلة في تصريف وإنتاج عملية الاكتتاب حتى يكون تكامل بين سوق الإصدار و سوق التداول.

آفاق الدراسة

بعد الإنتهاء من هذا البحث تجلت لنا آفاق يمكن أن يطلع عليها مستقبلا، لذا أردنا تجسيدها كما يلي:

- الأوضاع السياسية المضطربة في الدول العربية المنتجة للبتروول و آثارها على حجم الإصدارات و استقرار البورصات العربية.
- الزيادة الكبيرة في رؤوس أموال الشركات خلال الطفرة البترولية التي أدت إلى إغراق السوق بالأسهم المصدرة.
- الإشاعات التي يروجها المستثمرون والوسطاء من أجل رفع وخفض أسهم شركة من شركات السوق لغرض الحصول على الربح السريع.

قائمة المراجع

1- الكتب :

1-1- باللغة العربية

- 1- إبراهيم كراسنة : إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، يوليو 2005.
- 2- إيهاب الدسوق : اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية ، القاهرة، 2000.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى 2004.
- 4- ارشد فواد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2010.
- 5- احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، 1415 هـ، 1995.
- 6- إدوارد جيلباتريك : الاستثمار في البورصة، الطبعة العربية الأولى، 2000 ، دار الفاروق للنشر و التوزيع ، مصر/القاهرة.
- 7- أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية و التطبيق، المعهد العالي للفكر الإسلامي، دار السلام للنشر و التوزيع و الترجمة، الطبعة الثانية، 2006.
- 8- إدوارد جيلباتريك : الاستثمار في البورصة ، دار الفاروق للنشر و التوزيع، الطبعة العربية الأولى، سنة النشر 2000.
- 9- أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الادارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الثاني، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009.
- 10- أوجين بريجهام، ميشيل إيرهاردت، الادارة المالية، النظرية و التطبيق العملي، الكتاب الأول، تعريب سرور علي إبراهيم سرور، دار المريخ للنشر، الرياض - السعودية، 2009.
- 11- أحمد محي الدين احمد، أسواق الأوراق المالية و آثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي ، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1415هـ/1995م، مجموعة دار البركة إدارة التطوير و البحوث ، قسم الدراسات و البحوث الشرعية جدة/ المملكة العربية السعودية.
- 12- أميرة حسب الله، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، دار الثقافة للنشر/ الاسكندرية 2005.

- 13- بلعزوز بن علي ، محمدي الطيب أحمد : دليلك في الاقتصاد من خلال 300 سؤال و جواب، دار الخلدونية / الجزائر.
- 14- بسام الحجار، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار المنهل اللبناني، الطبعة الأولى. 2006.
- 15- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى ، دار هومة الجزائر .
- 16- جبار محفوظ : تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر.
- 17- جبار محفوظ، البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر 2002 .
- 18- جبار محفوظ ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات ، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى.
- 19- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية و آفاقها في ظل العولمة، جامعة سطيف /الجزائر، الطبعة الأولى 2011 ، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع/عين مليلة.
- 20- جلاطو جيلالي: الإحصاء التطبيقي مع تمارين و مسائل محلولة، الدار الخلدونية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1428 م-2007 م.
- 21- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات و الإستراتيجيات، الجزء الثاني، الأسواق و الأدوات المالية، دار الهدى للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 2011، عين مليلة، الجزائر.
- 22- جوزيف دانيالز، ديفيد فاهوز، اقتصاديات النقود و التمويل الدولي، تعريب محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر/المملكة العربية السعودية، الرياض، 1431هـ / 2010م، الطبعة الإنجليزية *International Monetary And Financial Economics, Joseph P.Daniels and David D.Vanhoose*
- 23- دريد كامل آل شبيب، الإستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري لنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2009.
- 24- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 25- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري لعملية للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009.
- 26- دومنيك سالقاتور، نظريات و مسائل في الإحصاء و الاقتصاد القياسي، ترجمة سعدية حافظ منتصر، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون /الجزائر.
- 27- هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2003.

- 28- وليد عبد الرحمن خالد القرا ، تحليل بيانات الاستبيان باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS ، الندوة العالمية للشباب الإسلامي، إدارة البرامج و الشؤون الخارجية، 1430 هـ.
- 29- وسام ملاك : البورصات و الأسواق المالية العالمية - قضايا نقدية و مالية- الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني/ مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى 2003.
- 30- وسام ملاك، البورصات و الأسواق المالية العالمية- قضايا نقدية و مالية - الجزء الأول، دار المنهل اللبناني /مكتبة رأس المنبع، الطبعة الأولى. 2003.
- 31- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى، 2009 م .
- 32- حسين رحيم : الاقتصاد المصرفي، دار بجاء الدين - قسنطينة، الطبعة الأولى 2008.
- 33- طاهر حيدر حردان : مبادئ الاستثمار دار المستقبل للنشر و التوزيع عمان/الأردن ، 1997.
- 34- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 35- طلال كداوي : تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، 2008.
- 36- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، جامعة عين شمس - الدار الجامعية /القاهرة. 1998.
- 37 - محمد مطر - فايز تيم : إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر ، الطبعة الأولى 2005، عمان - الأردن.
- 38 - محمود محمد الداغر: الأسواق المالية ، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2005.
- 39- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف الإسكندرية، 1995
- 40- منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية و سوق رأس المال، منشأة المعارف - الإسكندرية، 1997.
- 41- محمد مطر، فايز التيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2005 .
- 42- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية متقدمة *Advanced Financial Management* ، إثراء للنشر و التوزيع، عمان/الأردن، الطبعة الأولى 2010.
- 43- مبارك لسوس : التحليل المالي ، تحليل نظري مدعم بأمثلة و تمارين محلولة، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الأولى 2004.
- 44- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات- الاستثمار في البورصة -دار حامد للنشر و التوزيع-الطبعة الأولى -عمان 2006 .
- 45- منير إبراهيم هندي- أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-المكتب العربي الحديث -الإسكندرية-2006.

- 46 - منير إبراهيم هندي- الأوراق المالية و أسواق رأس المال- منشأة المعارف-الإسكندرية-1999.
- 47 - ناظر محمد نوري الشمري و آخرون-أساسيات الاستثمار العيني و المالي -دار وائل للنشر-الطبعة الأولى -عمان-1999.
- 48- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة-مصر، 2008.
- 49- محمد ولد عالي الغلاوي الشنقيطي، الاجتهاد و تطبيقاته المعاصرة في مجال الأسواق المالية، رسالة ماجستير، دار ابن حزم-2008.
- 50- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
- 51- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سورية دمشق، الطبعة الأولى. 2009.
- 52- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- 53- مروان عطون : الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، أدوات و آلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزء الأول، الطبعة الثانية 2003.
- 54- منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير - منشأة المعارف، الإسكندرية. 1995.
- 55- محمد صالح القرشي ، اقتصاديات النقود و البنوك و المؤسسات المالية، إثناء للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى ، 2009.
- 56- مكيد علي : الإقتصاد القياسي دروس و مسائل ، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون -الجزائر.
- 57- محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام SPSS ، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008.
- 58- نجاة رشيد الكيخيا، أساسيات الاستنتاج الإحصائي، دار المريخ ، المملكة العربية السعودية، الرياض، 2007.
- 59- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية و أحكام الشريعة الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات-مصر 2005 .
- 60- سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية و الآجلة من الوجهة القانونية، القاهرة- دار النهضة العربية، 2001.
- 61- سامر مظهر كمنطحي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة للطباعة و النشر و التوزيع ، سورية - دمشق، 1429 هـ/2008 م
- 62- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان /الأردن، 2009.

- 63- سعد زغلول بشير، دليلك إلى البرنامج الإحصائي *SPSS* ، الإصدار العاشر، المعهد العربي للتدريب و البحوث الإحصائية، بغداد / العراق ، 2003 .
- 64- السيد عليوة: إدارة الأزمات في المستشفيات، استرال للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة.
- 65- سيمور لبيستر، نظريات و مسائل في الاحتمالات، ملخصات شوم، دار الرائد العربي - بيروت - لبنان.
- 66- عباس كاظم الدعيمي، السياسة النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى. 2010.
- 67- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 68- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى 2008.
- 69- عباس كاظم الدعيمي: السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، 2010م-1431هـ، دار الصفاء للنشر و التوزيع - عمان.
- 70- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن عمان، الطبعة الأولى 2008.
- 71- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر/ القاهرة، 2005.
- 72- عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجلاوي للنشر و التوزيع، عمان-الأردن ، 1999.
- 73- عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية ، مصر ، 2007.
- 74- عبد الحميد عبد المطلب: السوق العربية المشتركة، الواقع و المستقبل في الألفية الثالثة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003.
- 75- عاطف وليم أندراوس : السياسة المالية و أسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة 2005، الإسكندرية.
- 76- فايز سليم حداد، الإدارة المالية *Corporate Finance*. دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة 2010م، 1431 هـ، عمان / الأردن.
- 77- فهد عبد الله الحويماني، المال و الاستثمار في الأسواق المالية ، مكتبة ملك فهد الوطنية الرياض، الطبعة الثانية.. 2006.
- 78- صلاح الدين السيبي، بورصة الأوراق المالية - الأهمية و الأهداف و السبل و مقومات النجاح، ط 1 القاهرة، عالم الكتب، 2003 .
- 79- صلاح الدين حسن السيبي الشركات المتعددة الجنسيات و حكم العالم : تطوير و ربط البورصات العربية و تأسيس البورصة الموحدة، دار الكتب الطبعة الثالثة، القاهرة 2003 .

- 80- قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى 1430 هـ/ 2009 م.
- 81- رجال السعدي: الإحصاء الرياضي، منشورات جامعة منتوري ، قسنطينة، 2004/2005.
- 82- رستمية أحمد أبو موسى : الأسواق المالية والنقدية ،دار المعتز للنشر والتوزيع عمان الأردن، الطبعة الأولى 2005.
- 83- شذا جمال خطيب، العولمة المالية و مستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى 2002 ، مؤسسة طبا.
- 84- شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية ، دار الفكر المعاصر، بيروت/لبنان، الطبعة الأولى، 2002
- 85- شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، يونيو 2002 ، دمشق سوريا.
- 86 - خليل هندي أنطوان الناشف، العمليات المصرفية و السوق المالية، ج 2 ، المفهوم القانوني للسوق المالية و مدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2000 ، طرابلس - لبنان.
- 87- ضياء مجيد الموسوي : العولمة و اقتصاد السوق الحرة، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون- الجزائر، الطبعة الثانية، 2005.
- 88 - غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان - الأردن، الطبعة الثانية 2003 .

1-2- باللغة الأجنبية :

- 1- Christain Hurson, Constantin Zopounidis ; gestion de portefeuille et analyse multicritère, Economica, Paris.
- 2- Charles P, Kindleberger : les mouvement internationaux des capitaux, DUNOD, Pris, 1990
- 3- Frederic S. Mishkin Columbia university, the economics of money, banking and financial market, seventh edition, PEARSON edition, 2004.
- 4- Frederics S. Mishkin ,the Economics of Money, Banking and Financial Markets, Sixth Edition, Addison-Wesley, USA, 2001.
- 5- John Hull, gestion des risque et instituttions financières, Pearson Education, France Paris, 2 edition, 2010.
- 6- Jean-laurent Viviani, Gestion de Portefeuille, Edition : Dunud, Paris, 1997.
- 7- Jean Louis Besson, Monnaie et finance, Office Publication universitaires, Alger, 1993

- 8-John Hul, *Options, Futures et autres actifs dérivés*, 8^e édition, PEARSON Education, 2011
- 9- John C.Hull, *Options, Futures, And Other Derivatives*, Pearson, Eighth Edition, 2012.
- 10-Henri Bourachot, Gill Renouard et Jean-Luc Rettel, *la bourse et les marchés financiers*, , Bréal, 2010
- 11-Michel Jura : *Technique Financier International*, DUNOD, Paris, 1999
- 12- Pascal GRANDIN : *Mesure de performance des fonds d'investissement, Méthodologie et résultat*, Economica 1998, Paris.
- 13- Pascal Alphonse, Gérard Desmuliers, *Gestion de portefeuille et marchés financiers*, Pearson Education, France, paris, 2010.
- 14- Roger Hardman, *Investor's Handbook. Stock and shares. A practical guide for the first-time investor; 3rd edition* 1987.
- 15-Robert COBBAUT, Roland Gillet, *La gestion de portefeuille, Instruments, stratégie et performance*, DE Boeck, France Bruxelles, 2011.
- 16- Roland Portait- Patrice Poncet, *Finance de Marché, instrument de base, produits dérivés, portefeuilles et risques*, Edition DALLOZ, France paris 2012.

2- مواقع الانترنت :

- 1- محمد أيمن عزت الميداني، تطوير أسواق رأس المال في سورية من الموقع www.kantakji.org/fiqh/markets.htm بتاريخ 08 أكتوبر 2007.
- 2- محمد آدم، المقال: أسواق الأوراق المالية و اقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد 59 على الموقع الإلكتروني www.annabaa.org بتاريخ 08 أوت 2005.
- ¹ - AL-Swallim Sami Ibrahim *Financial Intermediation in an Islamic Economy*, Investment Corp Research Centre, Al Rajhi Banking, sur le sit internet www.kantakji.org/fiqh/economics.htm: 16/10/2007.
- 3 - هيئة السوق المالية ، capital Market Authority ، المملكة العربية السعودية، Bakheet Investment Group على الموقع الإلكتروني www.cma.org.sa
- 4 - محمد القرني : صناديق الاستثمار الإسلامية على الموقع : www.kantakji.org/fiqh/markets.htm بتاريخ 2007/10/11.
- 5 - سرمد كوكب جميل، المسؤولية الاجتماعية للاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة العلوم الإنسانية على الموقع الشبكي www.uluminsania.net
- 6 - مقال بعنوان : الاستثمار الأجنبي ، لبورصة الكويت على الموقع ، www.kuwaitse.com بتاريخ أوت 2005.

- 7- كمال توفيق حطاب، نحو سوق مالية مشتركة على الموقع :
<http://www.kantakji.org/figh/Markets.htm> بتاريخ 9 أكتوبر 2007.
- 8- <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/98AFF91D-83F0-4658-8DD2-16DBDA6F67A9.htm> 2/06/2008.
- 9- وديع أحمد كايلي الأزمة المالية العالمية الأسباب و النتائج -
<http://www.kantakji.com/figh/Files/Economics/11018.doc>.09/08/2009.
- 10- زايري بلقاسم: الأزمة المالية المعاصرة، الأسباب و الدروس المستفادة ، الملتقى الدولي الثالث حول إدارة المخاطر في المؤسسات، الآفاق و التحديات، 25،26 نوفمبر 2005 ، جامعة الشلف، ص 7، 9. على الموقع :
<http://www.alaswaq.net/views/2008/10/12/18895.html>.
- 11- غازي الصوراني على الموقع :
<http://www.pflp.ps/savenews.php?id=1278&type=Aklam>
 .2008/10/17
- 12- <http://www.aljazeera.net/NR/exeres/53673447-E74A-46F1-A4ED-6D6005D0AC4C.htm> 15/10/2008.
- 13 - سوق رأس المال على موقع بورصة عمان www.ase.com.jo
- 14 - الجهاز المالي و المصرفي في الأردن 1964-2004 على موقع بورصة عمان ص 52.
www.ase.com.jo
- 15- دليل المستثمر على موقع بورصة عمان www.ase.com.jo
- 16- القطاع المالي و المصرفي و تحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي على الموقع :
www.amf.org.ae

3- البحوث و المجالات :

- 1- أسماء عرعور، نسرين بن راوي: الأزمة المالية الحالية و مستقبل العولمة المالية، الملتقى الدولي للأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430م الموافق لـ 20-21 أكتوبر 2009م ، منشورات مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأرو- مغاربي، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع - عين ميله- الجزائر.
- 2- بن نعمون حمادوا : طبيعة الإصلاحات المالية و المصرفية في أعقاب الأزمة المالية 2008 ، الملتقى الدولي للأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430م الموافق لـ 20-21 أكتوبر 2009م ، منشورات مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأرو- مغاربي، دار الهدى للطباعة و النشر و التوزيع - عين ميله- الجزائر.

- 3- بورقبة شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير/ جامعة فرحات عباس، سطيف/الجزائر، العدد 10 لسنة 2010.
- 4- جبار محفوظ : البورصة و دورها في التمويل في ظل الإصلاحات الاقتصادية، نشرية إعلامية تصدر عن جامعة فرحات عباس سطيف ،العدد 01 ،جويلية 2006 .
- 5- جبار محفوظ : كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999-2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية علوم التسيير ،جامعة سطيف ، العدد 03، 2004.
- 6- طارق الله خان، حبيب أحمد: إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة- المملكة العربية السعودية 1423 هـ/2003 م.
- 7- يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ، جامعة القدس المفتوحة/فلسطين.
- 8 - مفتاح صالح، معارف فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 2010-2009/07 م ، جامعة خيضر- بسكرة.
- 9- محمد براق، الطاهر لحرش، ترويج الأوراق المالية و أثره في تنشيط سوق الأوراق المالية بالجزائر، *Revue des Reforme économique et intégration en économie mondial*، ص 62، N°3 ، 2007.
- 10- محمد براق - الجودي طاوطني، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ، مجلة دراسات اقتصادية ، مجلة دورية فصلية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث و الاستشارات و الخدمات التعليمية، دار الخلدونية للنشر و التوزيع ، القبة/ الجزائر.
- 11- عماد موسى، أثر الأزمة المالية العالمية على الدول العربية، قناة أسواق رأس المال، المؤتمر الدولي حول "القطاع الخاص في التنمية: تقييم و استشراف 23-25 مارس 2009، بيروت، الجمهورية اللبنانية، المعهد العربي للتخطيط الكويت.
- 12- عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، المضاربة و الأسواق المالية المعاصرة، تحليل اقتصادي و شرعي، الأزمة المالية العالمية أسباب و حلول من منظور إسلامي ، إعداد مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، مركز النشر العلمي- جامعة الملك عبد العزيز جدة المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى 2009.
- 13- عبد الحليم غربي، رؤى استشرافية في ضوء الأزمة المالية العالمية، مجلة العلم و الإيمان العدد 27/نوفمبر 2008 م/ذي القعدة 1429 هـ.
- 14- عيسى بن ناصر ، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية، بحوث و أوراق عمل الملتقى الدولي المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430 هـ الموافق 20-21 أكتوبر 2009 م، بعنوان :

- الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، منشورات مخبر الشراكة و الإستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي 2009 جامعة فرحات عباس سطيف.
- 15- عبد الحميد الغزالي، الأزمة المالية العالمية....التشخيص و المخرج، مجلة العلم و الإيمان، العدد 27، نوفمبر 2008.
- 16- رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها، *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale N°04-2008*
- 17- رشيد بوكساني، محددات إنشاء بورصة فعالة و مدى توفرها في بورصة الجزائر من خلال تقييم أدائها *Revue des Reforme économique et intégration en économie mondial*، ص 3، N°4، 2008
- 18- رنوزيان راضية، الأزمة المالية العالمية و آثارها على اقتصاديات العالم العربي، بحوث و أوراق عمل الملتقى الدولي المنعقد خلال الفترة 01-02 ذو القعدة 1430 هـ الموافق 20-21 أكتوبر 2009م، بعنوان : الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، منشورات مخبر الشراكة و الاستثمار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الفضاء الأورو-مغاربي 2009 جامعة فرحات عباس سطيف.
- 19- رشيد بوكساني، الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر، *Revue des Reformes Economique et Intégration en Economie Mondiale N°02/2007* ص 52/53.

4- الرسائل العلمية :

- 1- بوبريمة إحسان، دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير، جامعة قالمة 08 ماي 1945 السنة الدراسية 2006/2007.
- 2- موسى عمر مبارك أبو محميد: مخاطر صيغ التمويل الإسلامي و علاقتها بمعيار رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل 2، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 1429هـ/2008م.
- 3- خبابة حسان، دور الخصوصية و بورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد- دراسة حالة الاقتصاد الجزائري - رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة فرحات عباس سطيف، السنة الجامعية 2004/2005.

5- النشرات الفصلية و التقارير السنوية :

- 1 - المطبوعات الخاصة بسوق البحرين للأوراق المالية بعنوان : الإدراج في سوق البحرين للأوراق المالية.

- 2 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2011، العدد السابع و الستون، صندوق النقد العربي.
 - 3- قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2012، العدد الواحد و السبعون، صندوق النقد العربي.
 - 4 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2011، العدد السابع و الستون، صندوق النقد العربي.
 - 5 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2010، العدد الثالث و الستون، صندوق النقد العربي.
 - 6 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2012، العدد الثاني و السبعون، صندوق النقد العربي.
 - 7 - قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2013، العدد الخامس و السبعون، صندوق النقد العربي.
 - 8 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، لسنة 2011.
 - 9 - التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، لسنة 2012.
 - 10- التقرير السنوي لأداء أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي.
 - 11- التقارير السنوية لبورصة عمان من سنة 2006 إلى 2014.
- 6- القواميس:**

1 - Michel Ibrahim /Fadi.A.Farhat: *Dictionary of Business and Finance (English-Arabic)*,Dar Al-Kotob-Al-ilmiyah, Beirut-Lebanon, 1st Edition,2007.

فهرس الجداول و الأشكال

1- فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	أوجه الاختلاف بين الأسهم و السندات	23
2	تداخلات أشكال الكفاءة في مجال المعلومات	54
3	أسهم المؤشرات من نوع (i.shares)	104
4	أسهم SPDR للاستثمار في أي من قطاعات مؤشر SandP 500	104
5	بعض الأسهم القابضة المتداولة في السوق الأمريكي Amex	105
6	القطاعات المكونة لمؤشر S&P 500	143
7	الفرق بين المضاربة و الاستثمار	163
8	مقارنة بين الاستثمار و المضاربة و المقامرة	164
9	مؤشرات صندوق النقد العربي لأسعار الأسهم و نسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية	189
10	المراحل الكبرى في الأزمة المالية العالمية	191
11	حجم الإنفاق العسكري الأمريكي	201
12	التغيرات في أسعار الأسهم للبورصات العربية	206
13	معامل الارتباط و الانحراف المعياري للبورصات العربية مع الو.م.أ	206
14	معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	207
15	المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم لسنة 2008	209
16	القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم	209
17	أسباب فشل المؤسسات	216
18	أحجام التداول أو قيمة الأسهم المتداولة	273
19	عدد الشركات المدرجة	276
20	عدد الأسهم المتداولة	277
21	تطور حجم تداول الأسهم للبورصات العالمية	277
22	معدل رسملة الأسواق المالية العربية	278
23	المعدل اليومي لعدد الأسهم المتداولة	280
24	حجم الإصدارات الأولية لبعض الأسواق العربية	281

281	حجم الإصدارات الأولية لبعض الأسواق الآسيوية	25
281	حجم الإصدارات إلى الناتج المحلي الإجمالي	26
282	المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم	27
283	نسبة التغير المتوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم	28
287	تطور تعاملات الأجنبي في أسواق المال العربية	29
300	البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لبورصة عمان	30
301	البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لسوق الأسهم السعودي	31
301	البيانات المستخدمة في تقدير نموذج الانحدار لبورصة القاهرة و الإسكندرية	32
302	أحجام التداول للبورصات العربية	33
303	معدل دوران السهم للبورصات العربية	34
305	القيمة السوقية لبورصة السعودية، مصر و الأردن ونسبتها لـ PIB	35
309	مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي	36
309	مؤشرات أداء بورصتي القاهرة و الإسكندرية	37
310	مؤشرات أداء بورصة الأردن	38
311	تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في الدول العربية	39
317	الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية	40
317	الشركات العشر الأكبر من حيث حجم التداول و عدد الأسهم	41
318	الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية 2002-2006	42
318	عائد السهم و عائد السوق	43
325	تطور نشاط الإصدارات الأولية في الدول العربية	44
325	المجموع الكلي للأداء الأسواق المالية العربية	45
327	استعراض و مقارنة النتائج	46

2- فهرس الأشكال :

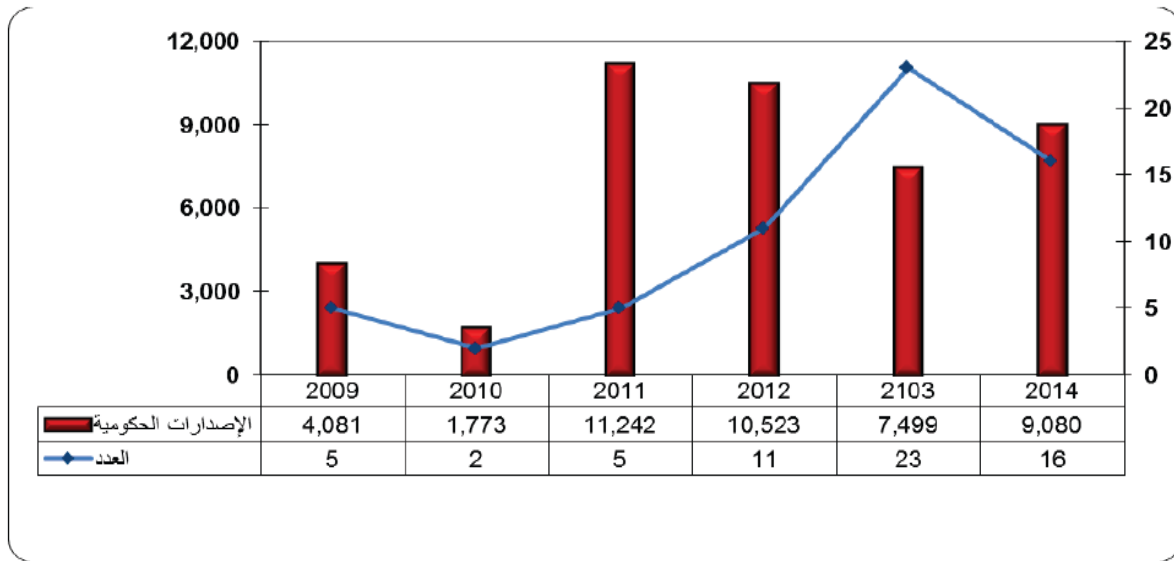
رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	مصادر تمويل أو رفع رأس مال الشركة	4
2	تقسيمات السوق المالية	11
3	الوظائف الاقتصادية للسوق المالية	14
4	شروط إقامة بورصة فعالة	16
5	التدفقات الناشئة عن الادخار و الاستثمار	28
6	التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الاقتصادية و الكاملة	41
7	المعلومات و آلية تسعير الورقة المالية	44
8	فعالية التمويل المباشر في تمويل أصحاب العجز	48
9	أنواع صيغ الكفاءة	54
10	العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق رأس المال	55
11	آليات عمل الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية	60
12	أنواع الاستثمار	64
13	أنواع القرارات الاستثمارية	70
14	المقومات الأساسية للاستثمار	76
15	التمثيل البياني لنموذج السوق	77
16	تصنيف المخاطرة	79
17	أنواع المخاطر النظامية	80
18	أنواع المخاطر اللانظامية	81
19	العلاقة بين أنواع المخاطرة	82
20	منحنى المنفعة الحدية للمستثمرين	86
21	تفضيل المستثمر للمخاطرة و العائد في إطار نظرية المحفظة	86
22	خط سوق الأوراق المالية	87
23	التمثيل الهندسي لعملية تحديد سعر الورقة المالية	125
24	الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية	129
25	إحدى عمليات البيع على المكشوف	140
26	المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر فترات زمنية	152

153	منحنى الأعمدة	27
153	منحنى خطوط الاتجاه	28
154	منحنى المتوسطات المحركة	29
155	إستراتيجية المصفاة	30
155	إستراتيجية القوة النسبية	31
156	رسم الشمعة	32
157	الرموز الأساسية للشمعة البيضاء	33
157	الرموز الأساسية للشمعة السوداء	34
165	الاختلاف بين المستثمر و المقامر	35
167	منحنى تفضيل السيولة	36
168	منحنى التفضيل النقدي	37
170	آلية انتقال السياسة النقدية إلى السوق المالية و التحكم بحجم السيولة الكلية	38
226	حالة بغض المخاطرة	39
226	حالة عدم الاكتراث بالمخاطرة	40
226	حالة بغض المخاطرة	41
244	الفئة الكفوة للاستثمار	42
249	منحنيات سواء المستثمر	43
256	تقييم أداء مدير المحفظة	44
288	أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية	45
312	تطور نشاط الإصدارات الأولية من سندات الشركات في الدول العربية	46
313	تطور نشاط الإصدارات الأولية من السندات السيادية في الدول العربية	47
314	تطور حجم إصدارات الصكوك في الدول العربية	48
316	القيمة السوقية للبورصة الأردنية و نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي	49

الملاحق

الملحق رقم (1)

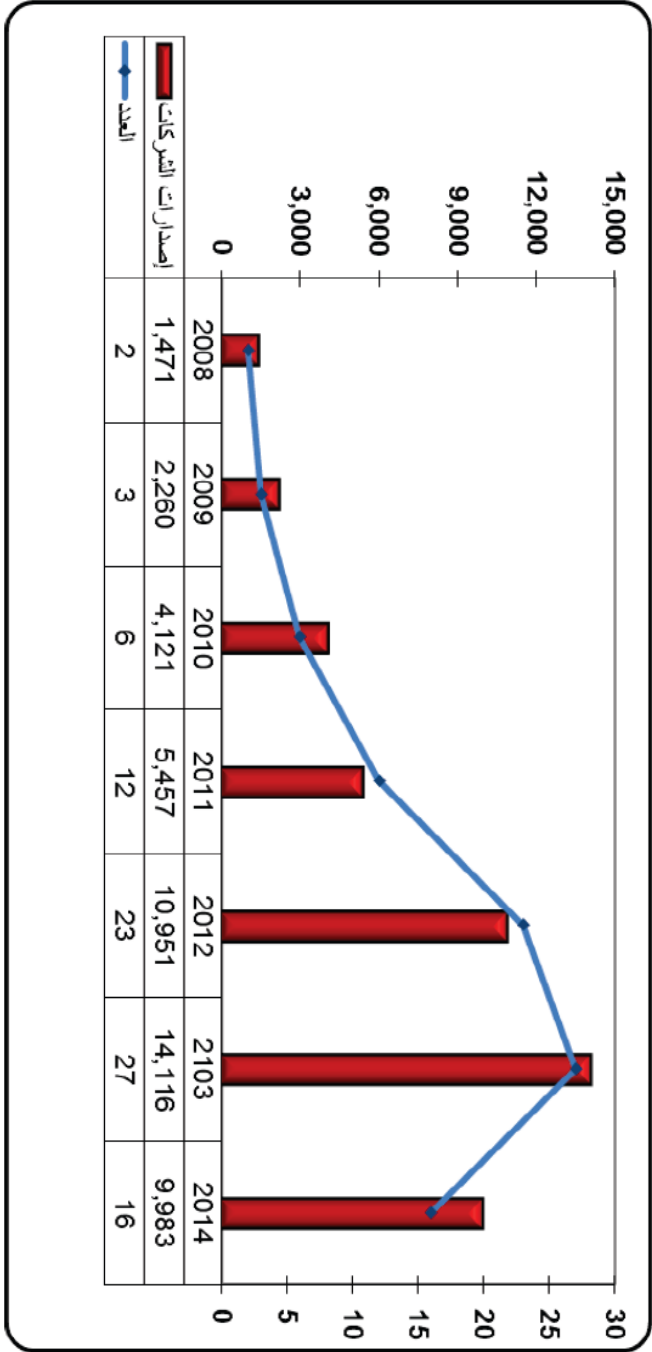
الشكل (12): تطور حجم اصدارات الصكوك السيادية في الدول العربية
(2008 - 2014) مليون دولار



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أسواق المال العربية".

الملحق رقم (2)

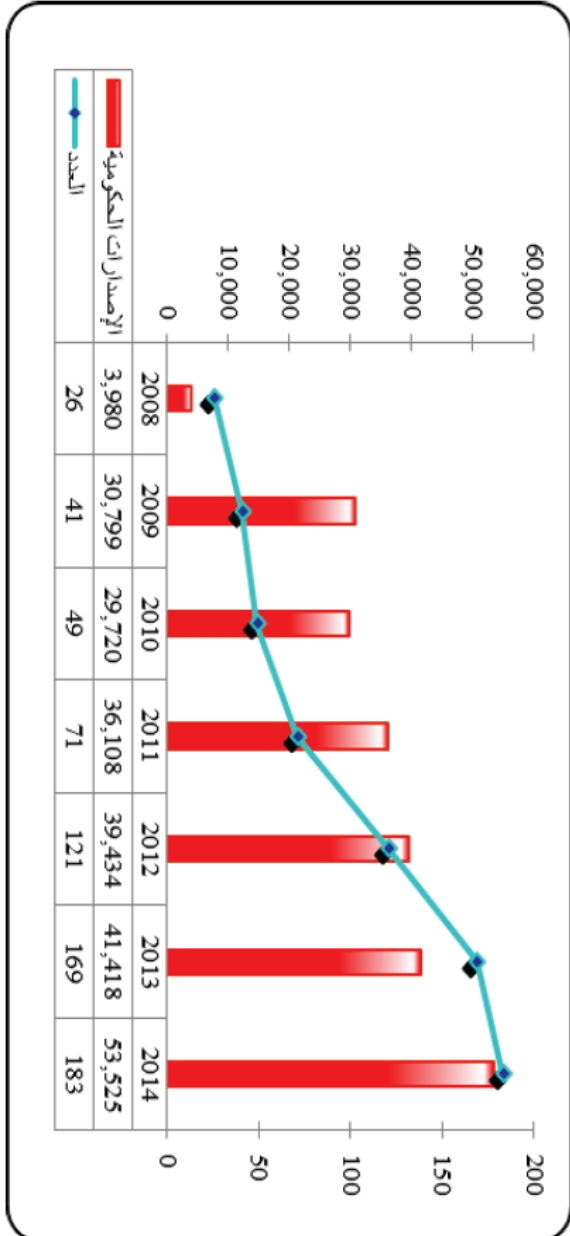
الشكل (11): تطور حجم إصدارات صكوك الشركات في الدول العربية (2008 - 2014) مليون دولار



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أسواق المال العربية".

الملحق رقم (3)

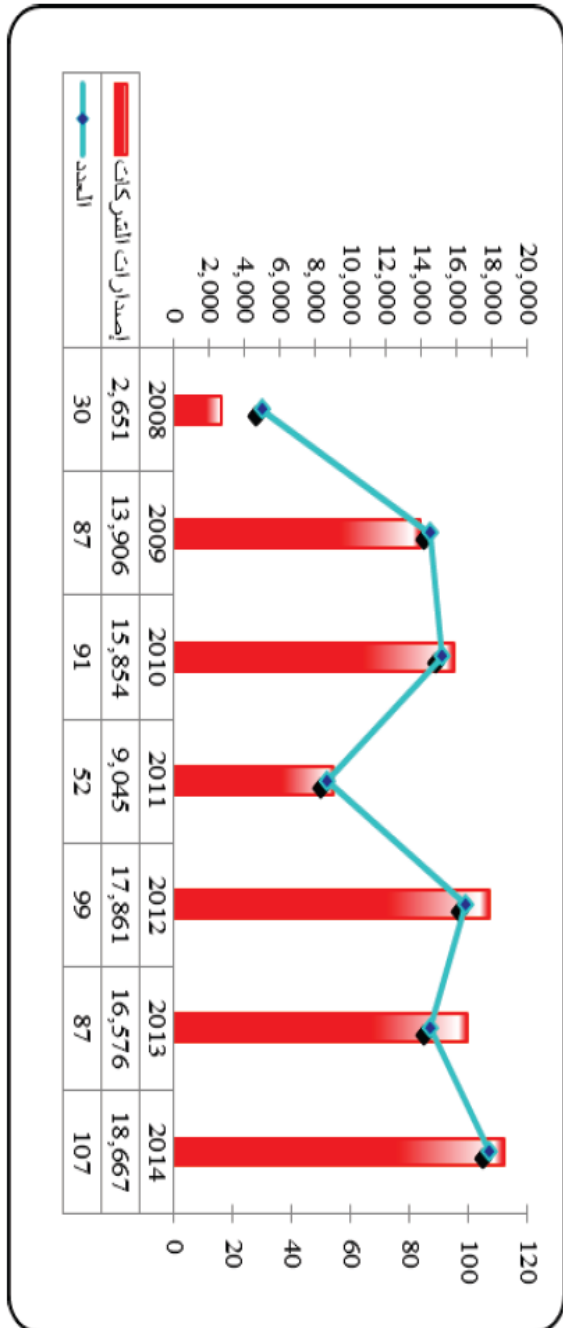
الشكل (10): تطور حجم اصدار السندات السيادية في الدول العربية



المصدر: موقع زاوية داو جونز.

الملحق رقم (4)

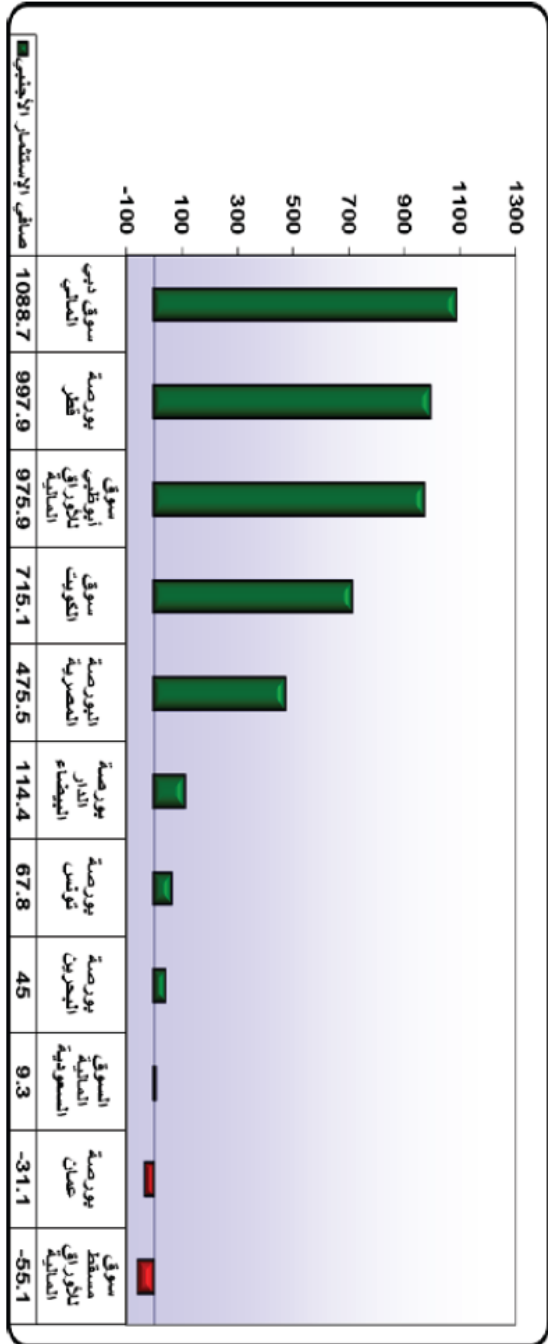
الشكل (9): تطور إصدارات سندات الشركات العربية
2014 - 2008



المصدر: موقع زاوية داو جونس.

الملحق رقم (5)

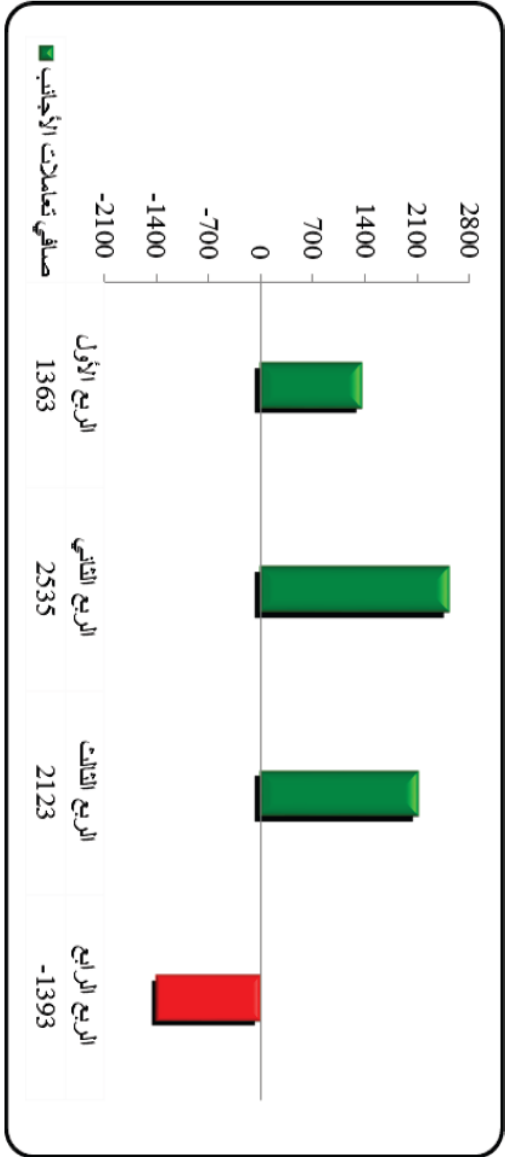
الشكل (8): صافي الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية لعام 2014 (مليون دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، "إقادة بيانات أسواق المال العربية".

الملحق رقم (6)

الشكل (7): تطور صافي تعاملات الاجانب في البورصات العربية بشكل ربعي لعام 2014 (مليون دولار)

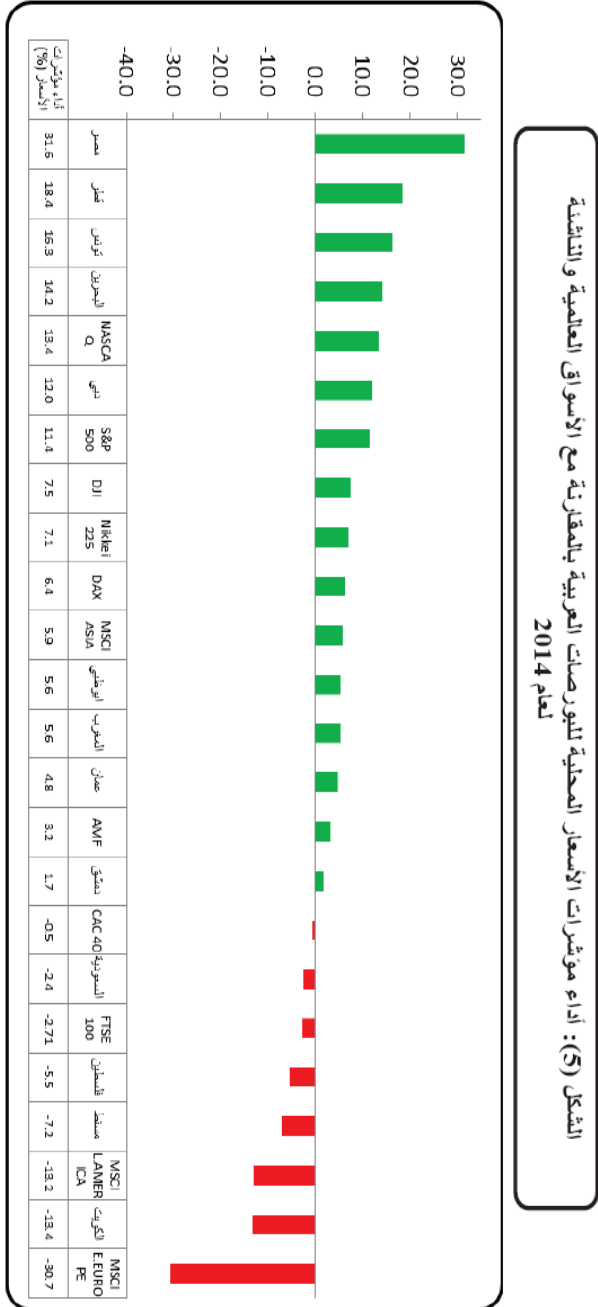


المصدر: صندوق النقد العربي، "القاعدة بيانات أسواق المال العربية".

الملحق رقم (7)



الملحق رقم (8)



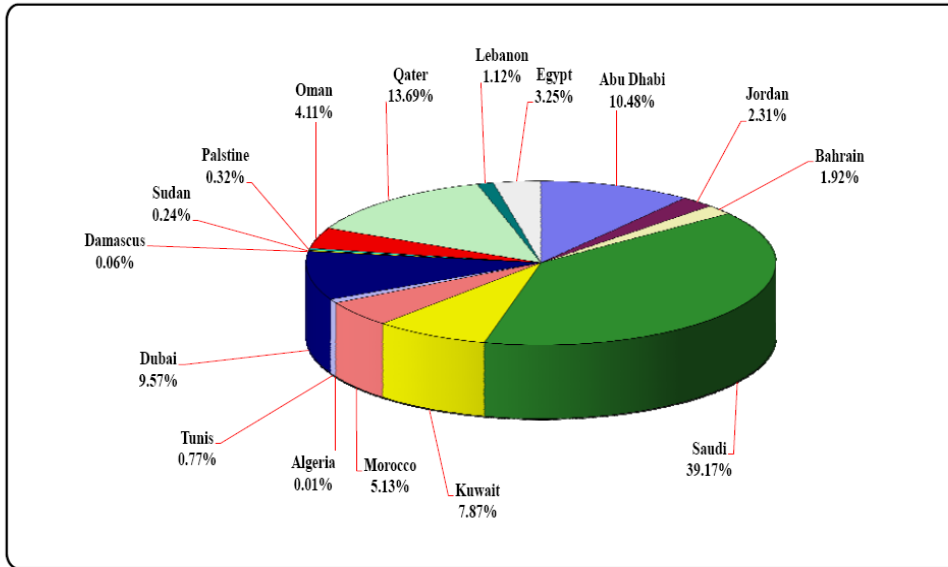
الملحق رقم (9)

Statistical Tables

الجدول الإحصائية

الحجم النسبي للأسواق المالية العربية
(النسبة المئوية من إجمالي القيمة السوقية)
Relative Market Capitalization (% of Total)

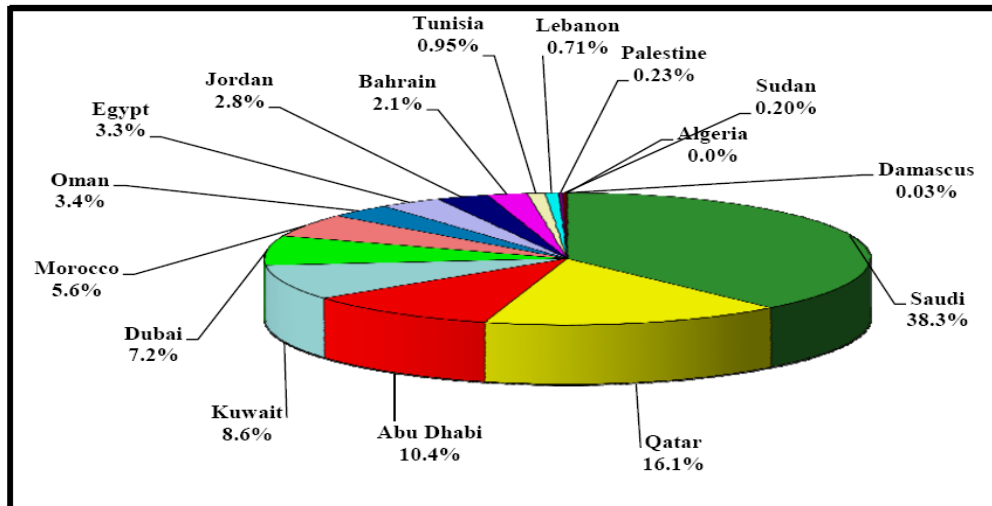
Market	2017			2016		السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	
Abu Dhabi Securities Market	10.48	10.59	10.64	10.48	10.89	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	2.31	2.23	2.19	2.31	2.20	بورصة عمان
Bahrain Bourse	1.92	1.90	1.83	1.92	1.73	بورصة البحرين
Saudi Stock exchange	39.17	38.85	39.42	39.17	40.36	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	7.87	7.52	8.10	7.87	7.86	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	5.13	5.30	5.51	5.13	5.19	بورصة القم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.77	0.77	0.76	0.77	0.79	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	9.57	9.86	8.79	9.57	8.28	سوق دبي المالي
Damascus Securities Exchange	0.06	0.05	0.04	0.06	0.03	سوق دمشق للأوراق المالية
Khartoum Stock Exchange	0.24	0.23	0.22	0.24	0.22	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	0.32	0.32	0.32	0.32	0.30	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	4.11	4.15	4.12	4.11	4.04	سوق مسقط للأوراق المالية
Qatar Exchange	13.69	14.13	13.92	13.69	13.93	بورصة قطر
Beirut Stock Exchange	1.12	1.09	1.09	1.12	1.07	بورصة بيروت
Egyptian Exchange	3.25	3.00	3.03	3.25	3.10	البورصة المصرية
Total	100	100	100	100	100	المجموع



أوزان الأسواق المدرجة
في مؤشر صندوق النقد العربي
الربع الأول 2017

Market Weights in the AMF Index
First Quarter 2017

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million \$)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	38.31	307,086.331	75	السعودية	1
Qatar	16.08	128,846.594	34	قطر	2
Abu Dhabi	10.41	83,401.540	37	أبو ظبي	3
Kuwait	8.58	68,732.466	73	الكويت	4
Dubai	7.22	57,884.875	25	دبي	5
Morocco	5.63	45,119.110	36	المغرب	6
Oman	3.42	27,414.062	103	عمان	7
Egypt	3.32	26,574.855	76	مصر	8
Jordan	2.79	22,379.042	94	الأردن	9
Bahrain	2.12	16,978.419	28	البحرين	10
Tunisia	0.95	7,598.696	45	تونس	11
Lebanon	0.71	5,655.863	11	لبنان	12
Palestine	0.23	1,871.576	21	سوق فلسطين	13
Sudan	0.20	1,585.811	21	سوق الخرطوم	14
Damascus	0.03	280.497	13	سورية	15
Algeria	0.01	104.300	2	بورصة الجزائر	16



الملحق رقم (11)

Statistical Tables

الجدول الإحصائية

مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم
ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)
AMF Indices and other Market Indices (% change)

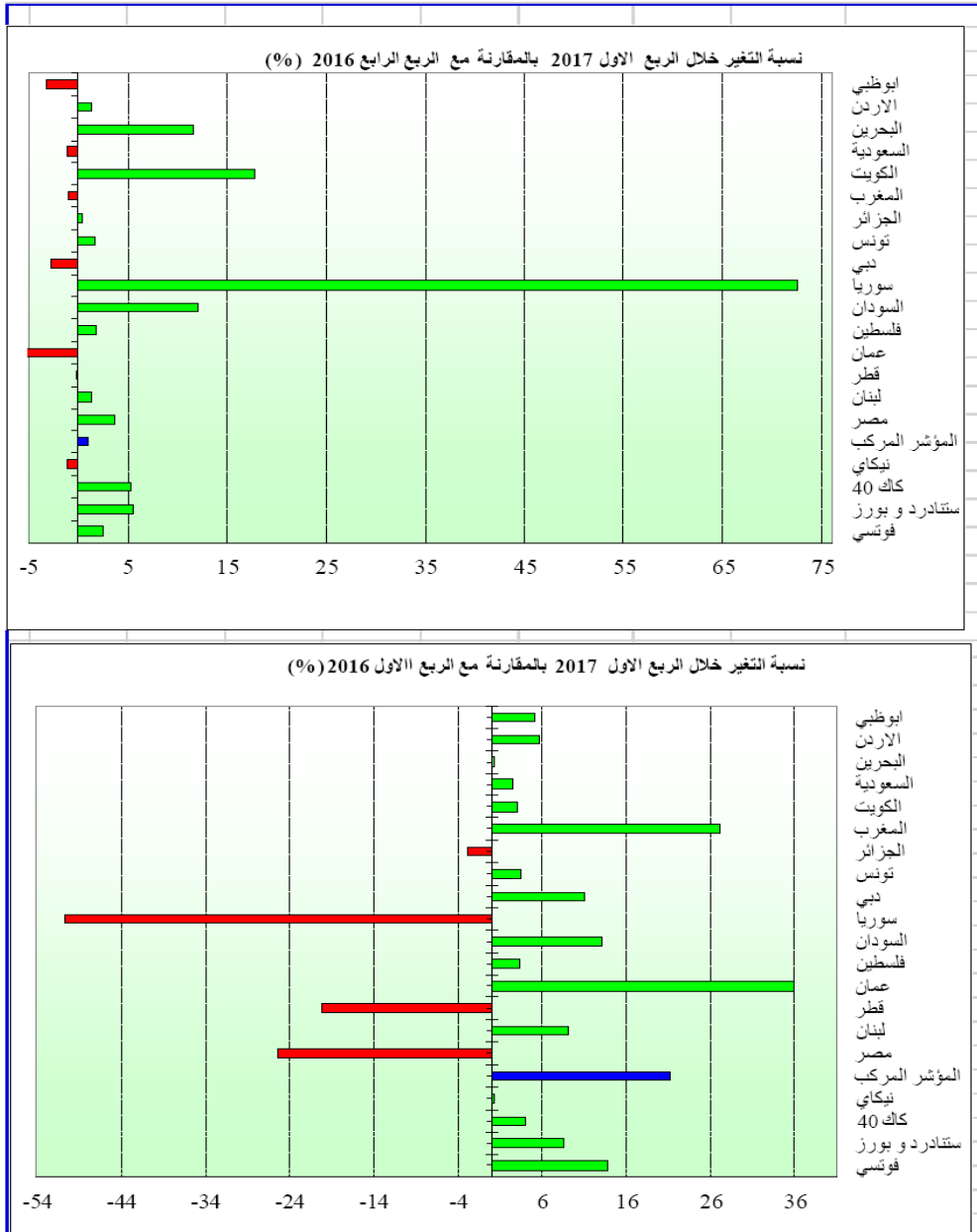
Market	الربع الاول 2017		السوق
	الربع الاول 2016	الربع الرابع 2016	
Abu Dhabi	-0.4	-3.09	ابوظبي
Jordan	6.2	1.38	الاردن
Bahrain	20.1	11.66	البحرين
Saudi	12.8	-1.17	السعودية
Kuwait	31.7	17.89	الكويت
Morocco	17.1	-1.02	المغرب
Algeria	-1.5	0.35	الجزائر
Tunis	-0.4	1.69	تونس
Dubai	1.8	-2.71	دبي
Syria	-20.3	72.45	سوريا
Sudan	70.3	12.07	السودان
Palestine	10.0	1.82	فلسطين
Oman	42.4	-5.13	عمان
Qatar	-19.0	-0.24	قطر
Lebanon	5.9	1.42	لبنان
Egypt	0.02	3.61	مصر
AMF Index	22.8	1.09	المؤشر المركب
Nikkei	12.8	-1.07	نيكاي
CAC 40	16.8	5.35	كاك 40
S&P 500	14.7	5.53	ستندارد و بورز
FT-SE 100	18.6	2.52	فوتسي

الملحق رقم (12)

Overview

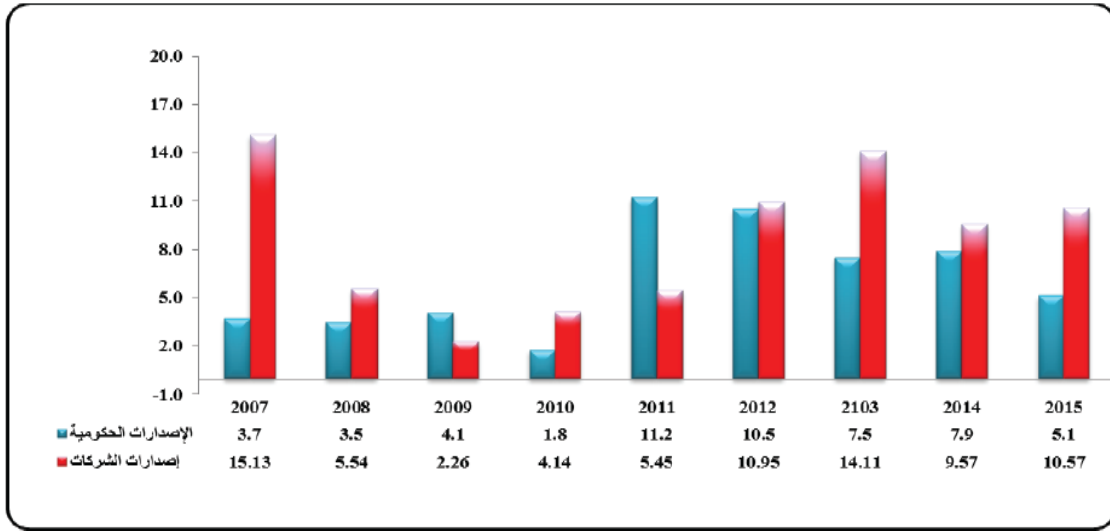
نظرة عامة

نسبة تغير مؤشرات الصندوق وبعض المؤشرات الأخرى خلال الربع الأول 2017 بالمقارنة مع الربع الرابع 2016



الملحق رقم (13)

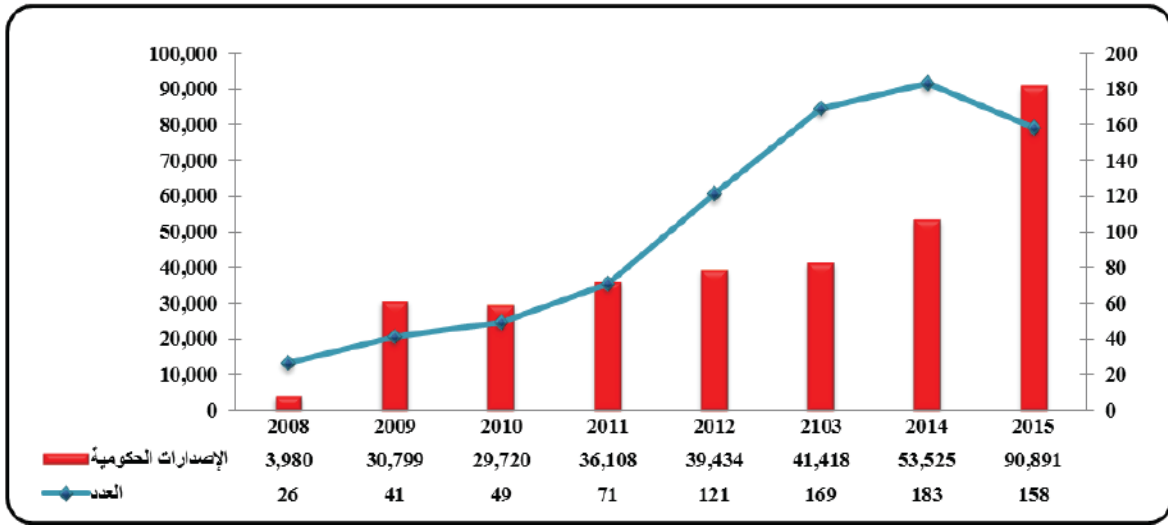
الشكل (10): تطور حجم اصدارات صكوك الشركات في الدول العربية
(2015 - 2007) مليون دولار



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أسواق المال العربية".

الملحق رقم (14)

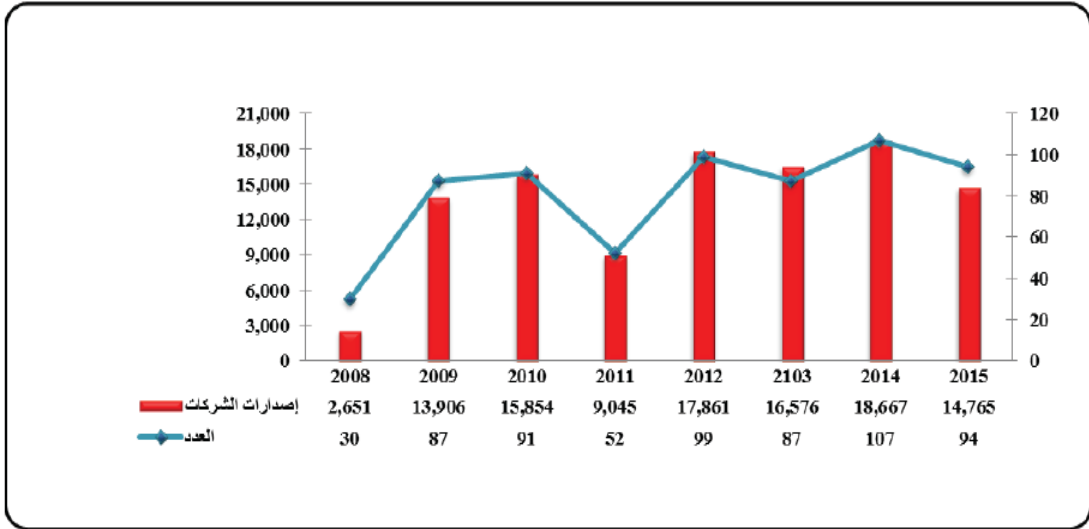
الشكل (9): تطور حجم اصدار السندات السيادية في الدول العربية



المصدر: موقع زاوية داو جونز.

الملحق رقم (15)

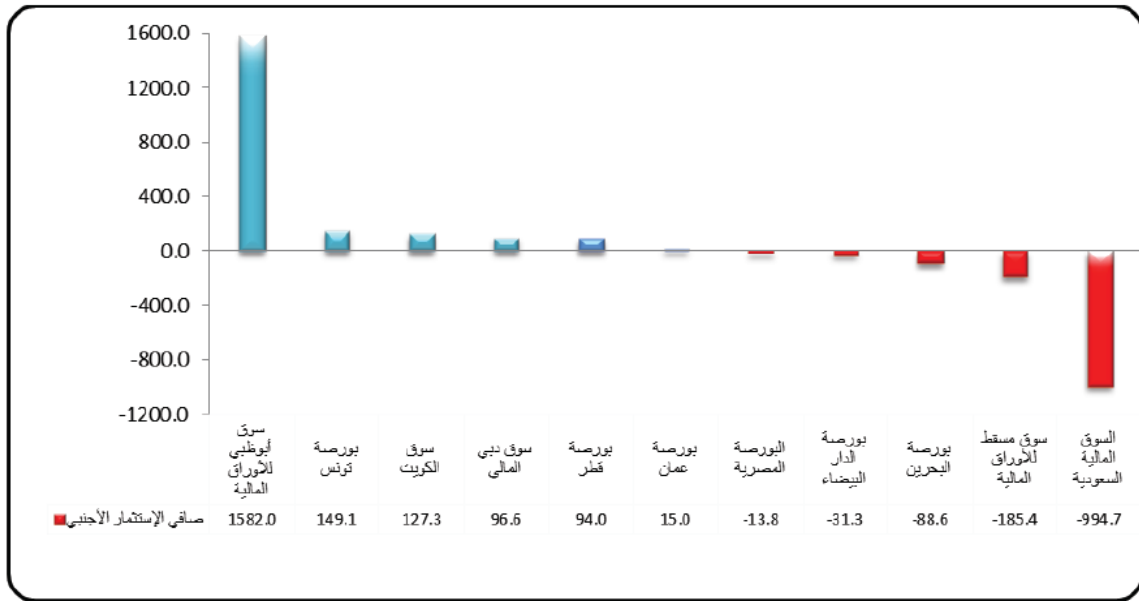
الشكل (8): تطور إصدارات سندات الشركات العربية
(2015 - 2008)



المصدر: موقع زاوية داو جونز.

الملحق رقم (16)

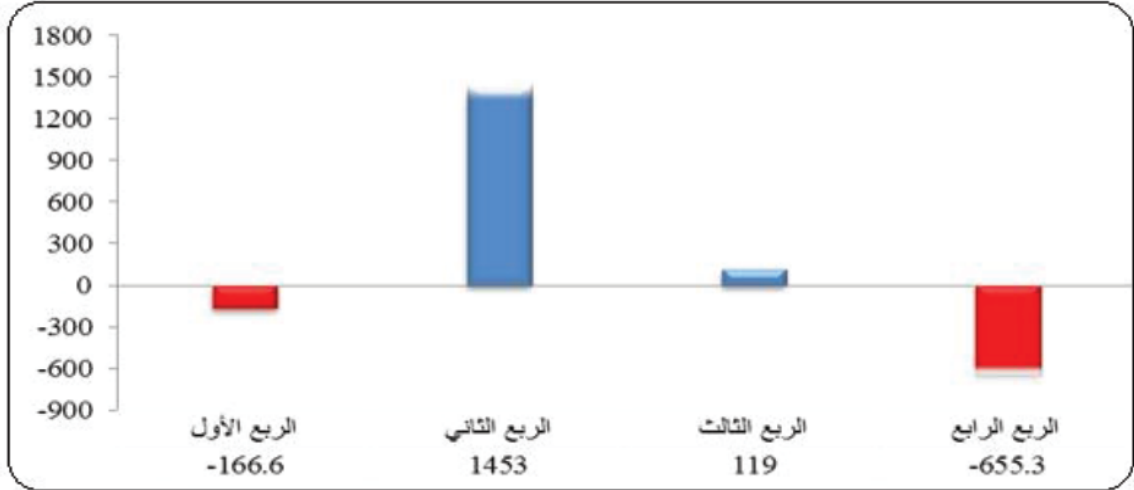
الشكل (7): صافي الاستثمار الأجنبي في البورصات العربية لعام 2015 (مليون دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أداء أسواق المال العربية".

الملحق رقم (17)

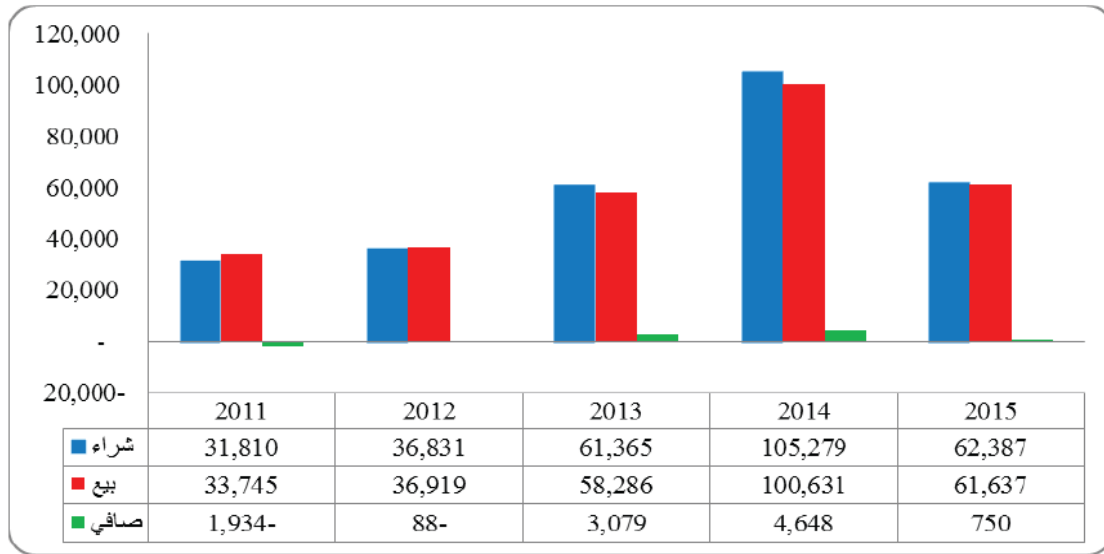
الشكل (6): تطور صافي تعاملات الاجانب في البورصات العربية بشكل ربعي لعام 2015 (مليون دولار)



المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق المال العربية".

الملحق رقم (18)

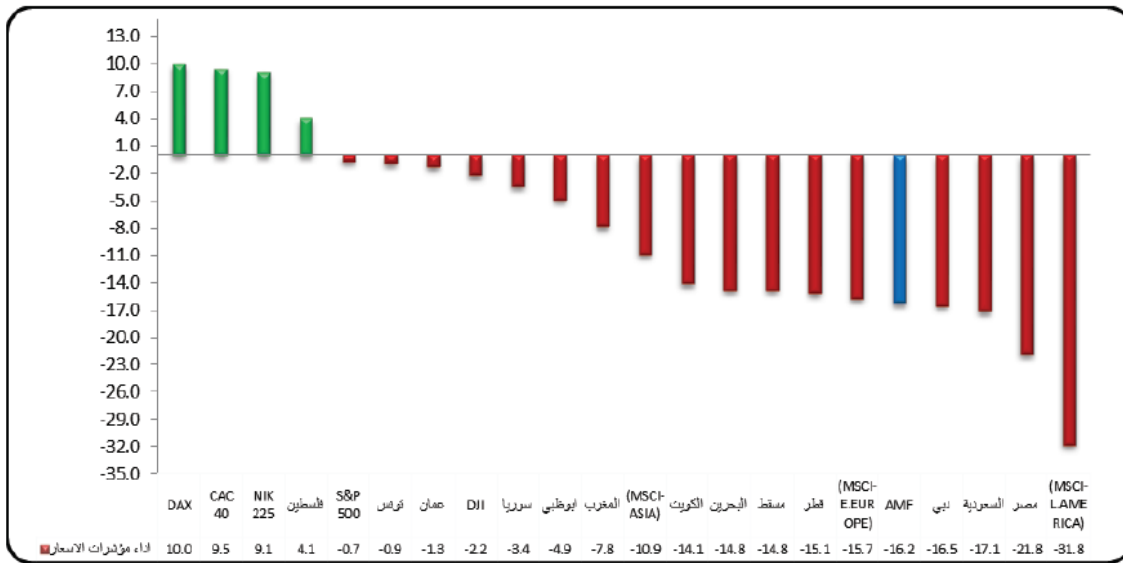
الشكل (5): تطور تعاملات الاجانب في أسواق المال العربية
(2015 – 2011)



المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق المال العربية".

الملحق رقم (19)

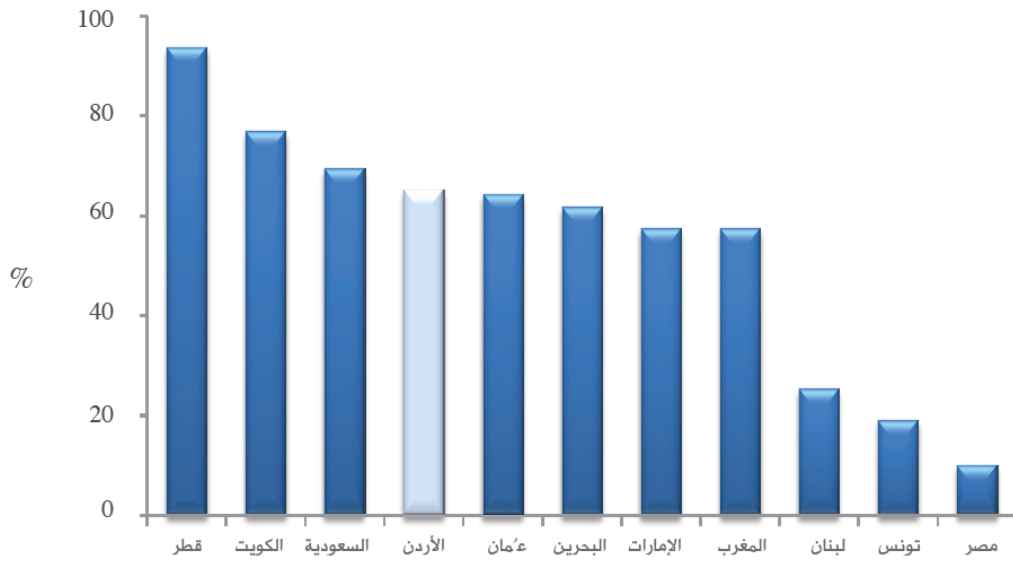
الشكل (4): أداء مؤشرات الأسعار المحلية للبورصات العربية بالمقارنة مع الأسواق العالمية والناشئة لعام 2015



المصدر: صندوق النقد العربي، "تقارير أداء أسواق المال العربية".

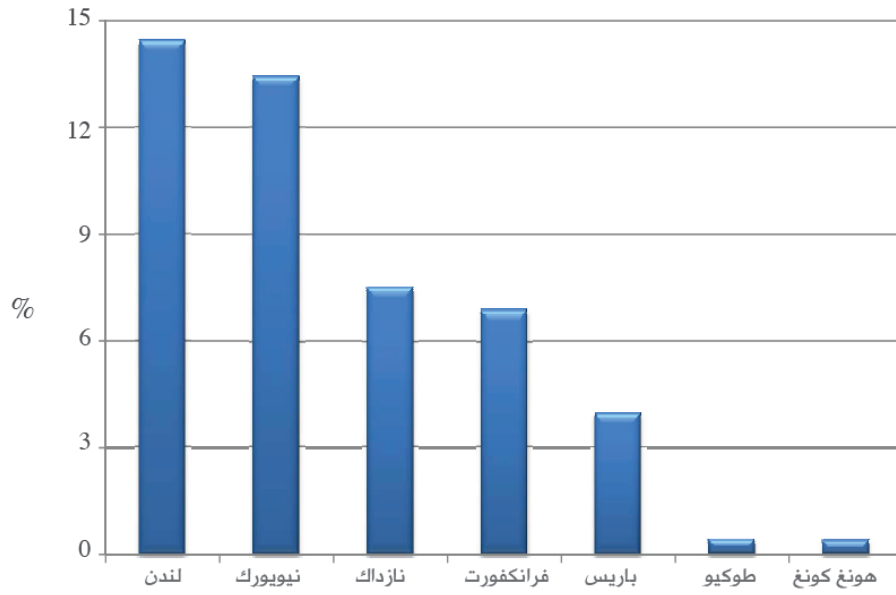
الملحق رقم (20)

القيمة السوقية للبورصات العربية و نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي بنهاية عام 2016



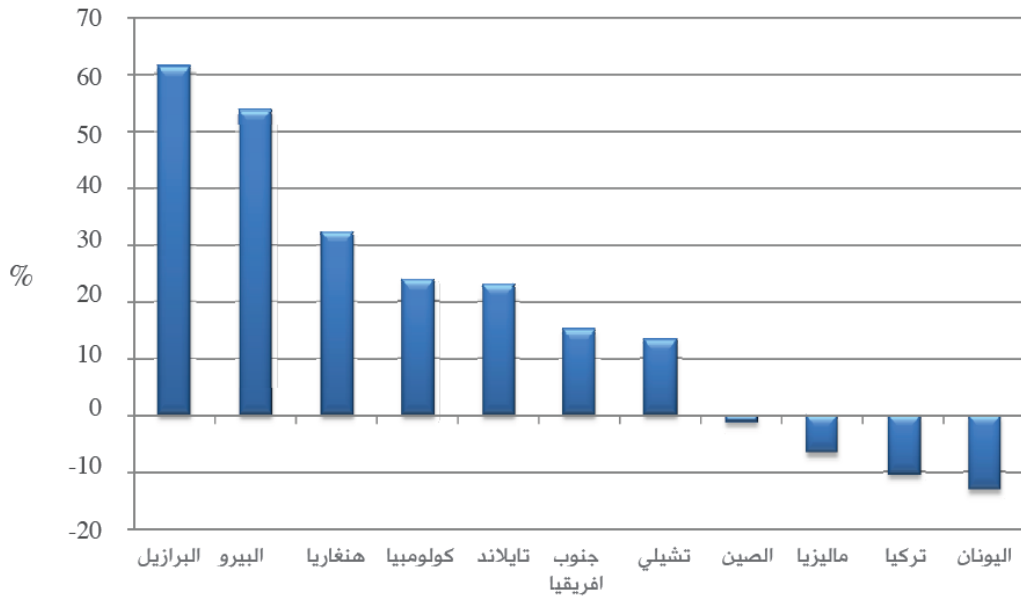
الملحق رقم (21)

أداء بعض البورصات العالمية خلال عام 2016



الملحق رقم (22)

أداء بعض البورصات الناشئة خلال عام 2016



الملحق رقم (23)

تابع ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015
و- مؤشرات مالية

السوق	مضاعف السعر (مرة)	معدل العائد %	القيمة السوقية إلى الدفترية	العائد على الأصول (%)	العائد على الملكية (%)	سعر الفائدة الاساسي في الدولة (%)	معدل التضخم في الدولة (%)
بورصة عمان	12.59	3.59	1.24	1.58	7.28	3.75	5.6
سوق أبوظبي للأوراق المالية	10.41	5.15	1.37	2.32	12.03	1.00	1.1
سوق دبي المالي	9.19	3.47	1.19	1.83	8.26	0.5	3.3
بورصة البحرين	9.03	5.09	0.9	1.59	9.72	4.75	6.1
بورصة تونس	13.15	2.99	1.78	0.97	8.15	2.00	3.5
السوق المالية السعودية	13.8	4.29	1.5	3.43	13.88	....	....
سوق دمشق للأوراق المالية	1.55	0.31	0.59	1.42	8.86	1.00	1.3
سوق مسقط للأوراق المالية	9.74	4.98	1.19	2.89	14.77	4.50	3.1
بورصة قطر	11.18	4.86	1.63	3.42	14.07	....	1.7
بورصة فلسطين	10.19	4.54	1.18	3.2	3.5	2.00	2.7
سوق الكويت	13.95	4.4	1.13	1.51	6.6	10.00	3.0
بورصة بيروت	11.23	0.22	1.19	1.05	10.15	9.25	6.9
البورصة المصرية	9.24	2.8	1.36	1.21	4.53	3.00	1.9
بورصة الدار البيضاء	16	3.22	2.15	1.90	14.58	-	-
الإجمالي	10.80	3.57	1.31	2.02	10.49	-	-

المصدر: التشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي، ونشرات أسواق المال العربية، وموقع زاوية داوجيز لبيانات أسواق المال.

الملحق رقم (24)

تابع ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015 هـ - صناديق الاستثمار وعمليات الاستحواذ

السوق	صناديق الاستثمار العاملة ⁽¹⁾		صناديق الاستثمار المؤسسية		السوق					
	في الدول العربية (مليون دولار)	العدد	في الدول العربية* (مليون دولار)	العدد						
الأردن	7.1	3.0	7.2	2.0	الأردن					
الإمارات	475.2	14.0	1,128.2	36.0	الإمارات					
البحرين	12.5	1.0	635.7	26.0	البحرين					
تونس	1,452.8	109.0	1,452.8	109.0	تونس					
السعودية	18,318.5	136.0	25,481.7	270.0	السعودية					
عمان	298.9	4.0	562.3	14.0	عمان					
قطر	153.0	9.0	314.2	13.0	قطر					
فلسطين	0.0	0.0	60.0	1.0	فلسطين					
الكويت	3,411.1	32.0	3,970.2	50.0	الكويت					
لبنان	1,235.5	10.0	1,239.1	13.0	لبنان					
مصر	7,099.9	90.0	7,140.9	90.0	مصر					
المغرب	31,254.3	402.0	31,254.3	402.0	المغرب					
الإجمالي	63,718.9	810.0	73,246.6	1,026.0	الإجمالي					
اصول صناديق الاستثمار العاملة حسب نوعها	اصول بين ادوات بين	اصول (مليون دولار)	العدد	اصول (مليون دولار)	العدد	السوق				
عدد عمليات الاستحواذ (2)	عدد عمليات الشركة	مشاركة	السوق التقفية	قصور الأجل	اصول بين ادوات بين	اصول (مليون دولار)	العدد	اصول (مليون دولار)	العدد	السوق
9.0	9.0	7.2	0.0	0.0	0.0	7.1	3.0	7.2	2.0	الأردن
33.0	26.0	162.1	6.1	232.6	727.4	475.2	14.0	1,128.2	36.0	الإمارات
4.0	3.0	31.0	0.0	109.7	495.0	12.5	1.0	635.7	26.0	البحرين
0.0	0.0	186.7	0.0	1,254.0	12.1	1,452.8	109.0	1,452.8	109.0	تونس
0.0	0.0	0.0	16,456.9	221.7	8,803.1	18,318.5	136.0	25,481.7	270.0	السعودية
4.0	3.0	40.4	38.0	9.8	474.1	298.9	4.0	562.3	14.0	عمان
6.0	5.0	108.9	0.0	20.8	184.5	153.0	9.0	314.2	13.0	قطر
....	....	0.0	0.0	0.0	60.0	0.0	0.0	60.0	1.0	فلسطين
15.0	12.0	490.1	259.0	89.4	3,131.7	3,411.1	32.0	3,970.2	50.0	الكويت
2.0	2.0	32.1	172.3	1,034.7	0.0	1,235.5	10.0	1,239.1	13.0	لبنان
26.0	20.0	131.8	6,405.7	449.8	153.6	7,099.9	90.0	7,140.9	90.0	مصر
4.0	0.0	1,252.0	4,804.2	23,131.3	2,066.9	31,254.3	402.0	31,254.3	402.0	المغرب
103.0	80.0	2,442.3	28,142.1	26,553.8	16,108.4	63,718.9	810.0	73,246.6	1,026.0	الإجمالي

(1) يضاف إلى هذا العدد 70 صندوقاً مستثمر في الأسواق العربية بعمرة وجمعية، ليصل العدد الإجمالي لهذه الصناديق إلى 910 صندوقاً

بإجمالي أصول تبلغ 66.2 مليار دولار.

(2) تشمل عمليات الاستحواذ للشركات سواء كانت هذه الشركات مدرجة في السوق المالية أو غير مدرجة. عدد الصفقات لعمليات الاستحواذ في كل من الجزائر والسودان، فإن عدد الشركات المستحوذة يصبح 184 شركة، ويصبح عدد الشركات المستحوذ عليها 161 شركة.

* يضاف إلى هذا العدد صندوق واحد مؤسس في ليبيا بقيمة 2,64 مليون دولار و صندوقين اثنين مؤسسين في العراق بقيمة 18,74 مليون دولار ليصبح بذلك العدد الإجمالي 1029 بقيمة 75,2 مليار دولار. المصدر: الشركات الفصيلة لقاعدة بيانات أسواق المال العربية - صندوق الثقة العربي، وشركات أسواق المال العربية، وموقع زاوية دوجويزر لبيانات أسواق المال.

الملحق رقم (25)

تابع ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015
د- نشاط اسواق الاصدارات الاولية

السوق	عدد إصدارات الأسهم		قيمة إصدارات الأسهم (مليون دولار)		متوسط حجم الإصدار (مليون دولار)	نسبة تغطية الإصدار (مرة)	قيمة الإصدارات من شركات (مليون دولار)		قيمة الإصدارات من سندات وصكوك والصدوك الحكومية (مليون دولار)	
	2015	2014	2015	2014			2015	2014	2015	2014
الأردن	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	9,049.7	6,724.6
الإمارات	4	4	2,733.3	185.0	0.0	5.1	13,594.1	12,845.7	5,700.0	1,750.0
البحرين	1	1	24.2	0.0	0.0	....	340.5	800.0	4,376.7	6,696.3
تونس	1	6	121.6	42.0	42.0	....	147.3	220.3	940.5	1,009.9
الجزائر	0	0	0.0	0.0	0.0	....	90.1	37.5	571.8	77.9
السعودية	6	6	6,727.7	1,107.2	276.8	6.2	8,163.0	4,932.4	1,200.0	31,151.1
سورية	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	0.0	0.0
عمان	3	1	215.1	146.3	146.3	15.0	504.4	815.3	520.2	2,948.2
قطر	0	0	0.0	0.0	0.0	....	750.0	1,799.4	7,690.2	4,696.3
فلسطين	0	0	0.0	0.0	0.0	....	10.0	0.0	....	....
الكويت	0	0	0.0	0.0	0.0	....	1,250.0	1,111.9	4,101.7	4,123.4
لبنان	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	700.0	3,300.0
مصر	2	2	117.8	818.3	204.6	6.6	820.8	478.8	26,626.5	33,332.8
المغرب	1	1	198.4	73.9	73.9	....	3,069.8	2,300.8	1,127.0	234.1
الإجمالي	24	12	10,138.1	2,372.7	197.7	....	28,740.0	25,342.0	62,604.2	96,044.6

* بالاصطفاء الى اصحار سندات لشركات عر القيمة بقيمة 900 مليون دولار
المصدر: التشرارات العفصيلة لقاعدة بيانات اسواق المال العربية - صندوق النقد العربي، وشترات اسواق المال العربية، وموقع زاوية دار جوائز لبيانات اسواق المال.

الملحق رقم (26)

تابع ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015
د- نشاط اسواق الاصدارات الاولية

السوق	عدد إصدارات الأسهم		قيمة إصدارات الأسهم (مليون دولار)		متوسط حجم الإصدار (مليون دولار)	نسبة تغطية الإصدار (مرة)	قيمة الإصدارات من شركات (مليون دولار)		قيمة الإصدارات من سندات وصكوك والصدوك الحكومية (مليون دولار)	
	2015	2014	2015	2014			2015	2014	2015	2014
الأردن	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	9,049.7	6,724.6
الإمارات	4	4	2,733.3	185.0	0.0	5.1	13,594.1	12,845.7	5,700.0	1,750.0
البحرين	1	1	24.2	0.0	0.0	....	340.5	800.0	4,376.7	6,696.3
تونس	1	1	121.6	42.0	42.0	....	147.3	220.3	940.5	1,009.9
الجزائر	0	0	0.0	0.0	0.0	....	90.1	37.5	571.8	77.9
السعودية	6	6	6,727.7	1,107.2	276.8	6.2	8,163.0	4,932.4	1,200.0	31,151.1
سورية	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	0.0	0.0
عمان	3	1	215.1	146.3	146.3	15.0	504.4	815.3	520.2	2,948.2
قطر	0	0	0.0	0.0	0.0	....	750.0	1,799.4	7,690.2	4,696.3
فلسطين	0	0	0.0	0.0	0.0	....	10.0	0.0	....	....
الكويت	0	0	0.0	0.0	0.0	....	1,250.0	1,111.9	4,101.7	4,123.4
لبنان	0	0	0.0	0.0	0.0	....	0.0	0.0	700.0	3,300.0
مصر	2	2	117.8	818.3	204.6	6.6	820.8	478.8	26,626.5	33,332.8
المغرب	1	1	198.4	73.9	73.9	....	3,069.8	2,300.8	1,127.0	234.1
الإجمالي	24	12	10,138.1	2,372.7	197.7	....	28,740.0	25,342.0	62,604.2	96,044.6

* بالاصطفاء الى اصحار سندات لشركات عر القيمة بقيمة 900 مليون دولار
المصدر: التشرارات العفصلمة اقاعدة ببيانات اسواق المال العربية - صندوق الثقة العربي، وشركات اسواق المال العربية، وموقع زاوية دار جوائز لبيانات اسواق المال.

الملحق رقم (27)

تابع ملحق (10-7): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015
ج- مؤشرات التداول

اسم السوق	عدد الأسهم المتداولية (مليون)		قيمة الأسهم المتداولية (مليون دولار)		معدل دوران الأسهم ⁽¹⁾ %		معاملات المستثمرين الأجنبيين (مليون دولار)		نسبة تعاملات الأجنبي من التداول %	التعاملات وفقا لطبيعة المستثمر (%)	مؤسسات
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	صافي	بيع				شراء
بورصة صنع	2,321.8	2,585.8	3,192.40	4,819.61	19.0	12.5	15.0	1,369.7	1,384.6	28.6	....
سوق أبوظبي للأوراق المالية	57,607.7	25,656.6	39,519.65	16,010.32	14.6	35.8	1,582.0	6,248.8	7,830.8	44.0	52.3
سوق دبي المالي	160,532.7	98,231.1	103,839.50	41,206.45	49.1	118.2	96.6	19,991.8	20,088.4	48.6	73.1
بورصة البحرين	1,127.5	515.6	714.40	291.70	0.8	1.6	-88.6	141.9	53.2	33.4	61.7
بورصة تونس	195.7	198.4	798.05	918.51	10.4	8.6	149.1	82.6	231.7	17.1	....
السوق المالية السعودية	70,803.3	65,995.9	572,403.20	442,852.55	105.2	118.4	-994.7	20,690.7	19,696.0	4.6	10.2
سوق دمشق للأوراق المالية	25.3	8.4	22.60	5.19	0.9	2.9	....	....	....	....	....
سوق مسقط للأوراق المالية	6,620.0	5,642.5	5,896.10	3,610.40	8.8	15.6	-185.4	1,231.3	1,045.9	31.5	69.8
بورصة قطر	4,439.9	2,302.4	54,750.74	25,747.25	16.9	29.4	94.0	5,186.8	5,280.8	20.3	44.9
بورصة فلسطين	181.5	175.2	353.92	320.39	9.6	11.1	....	....	....	....	....
سوق الكويت	54,659.8	43,193.2	21,077.60	13,233.66	15.0	20.9	127.3	1,871.5	1,998.7	14.6	52.9
بورصة بيروت	89.0	74.6	606.71	629.00	5.6	5.4	....	....	....	....	....
البورصة المصرية	57,000.0	45,000.0	40,699.30	31,673.05	57.7	37.8	-13.8	4,384.7	4,370.9	27.6	39.0
بورصة الدار البيضاء	154.7	130.3	3,040.10	2,915.50	6.4	10.6	-31.3	437.5	406.3	14.5	....
الإجمالي	415,758.9	289,710.0	846,914.3	584,213.6	54.9	70.4	750.1	61,637.2	62,387.3	10.6	....

1- معدل الدوران = قيمة الأوراق المالية المتداولية مقسوماً على القيمة السوقية للأوراق المالية العربية تبينها السلة.
المصدر: التقارير الفصلية التابعة ببيانات أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي، وتقارير أسواق المال العربية، وموقع زاوية بالوجود ببيانات أسواق المال.

الملحق رقم (28)

تابع ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015

ب- مؤشرات الأسعار

السوق	معاملات الارتباط بمؤشرات الأسعار العالمية					محل التقلب في مؤشر الأسعار %	التغير السنوي في مؤشر الأسعار %	الذي مستوى خلال العام	أعلى مستوى خلال العام	مؤشرات الأسعار المحلية (نقطة)		السوق
	CAC 40	FTSE100	S&P500	Dow Jones	Nikkei 225					EM Asia	نهاية 2015		نهاية 2014
بورصة عمان	0.19	0.73	0.34	0.43	0.20	0.70	1,993.7	2,236.8	2,136.3	2,165.5	بورصة عمان	
سوق أبوظبي للأوراق المالية	0.35	0.55	0.29	0.21	0.29	0.48	4,000.7	4,902.1	4,307.3	4,528.9	سوق أبوظبي للأوراق المالية	
سوق دبي المالي	0.39	0.64	0.37	0.30	0.35	0.63	2,851.2	4,234.2	3,151.0	3,774.0	سوق دبي المالي	
بورصة البحرين	0.24	0.80	0.32	0.45	-0.07	0.77	1,189.5	1,482.9	1,215.9	1,426.6	بورصة البحرين	
بورصة تونس	0.46	0.53	0.29	0.19	0.52	0.49	5,699.3	4,824.8	5,042.2	5,090.0	بورصة تونس	
السوق المالية السعودية	0.53	0.90	0.57	0.61	0.36	0.88	6,672.4	9,897.5	6,911.8	8,333.3	السوق المالية السعودية	
سوق دمشق للأوراق المالية	-0.22	0.33	0.06	0.26	-0.54	0.31	1,195.0	1,268.0	1,227.9	1,271.3	سوق دمشق للأوراق المالية	
سوق مسقط للأوراق المالية	0.34	0.80	0.49	0.54	0.16	0.75	5,354.2	6,729.1	5,406.2	6,343.2	سوق مسقط للأوراق المالية	
بورصة قطر	0.25	0.71	0.31	0.35	0.00	0.69	9,643.7	12,692.9	10,429.4	12,285.8	بورصة قطر	
بورصة فلسطين	-0.23	-0.34	0.03	0.10	-0.20	-0.34	471.9	535.7	532.7	511.8	بورصة فلسطين	
سوق الكويت	0.24	0.82	0.46	0.57	-0.02	0.78	5,571.9	6,755.1	5,615.1	6,535.7	سوق الكويت	
البورصة المصرية	0.20	0.81	0.36	0.50	-0.14	0.79	6,321.4	10,045.9	6,981.0	8,926.6	البورصة المصرية	
بورصة الدار البيضاء	0.28	0.78	0.36	0.48	-0.05	0.71	8,796.7	10,527.3	8,873.7	9,620.1	بورصة الدار البيضاء	
المؤشر المركب لمنطقة الشرق الأوسط	0.36	0.88	0.48	0.57	0.08	0.85	215.9	283.2	222.7	265.8	المؤشر المركب لمنطقة الشرق الأوسط	

الملحق رقم (29)

ملحق (7-10): إحصائيات أداء أسواق المال العربية 2015
أ- مؤشرات الحجم

عدد شركات الوساطة	القيمة السوقية إلى إجمالي الأصول المصرفية ⁽²⁾	متوسط القيمة السوقية للكم شركة الواحدة	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي ⁽¹⁾	التغير في القيمة السوقية (مليار دولار)	القيمة السوقية (مليار دولار)		عدد الشركات غير الوطنية منها	عدد الشركات المرجحة		السوق
					2015	2014		2015	2014	
61	40.1	111.3	70.7	-0.13	25.37	25.50	0	228	236	بورصة عمان
50	17.6	1,617.6	26.2	-0.44	110.00	110.44	2	68	67	سوق أبوظبي للأوراق المالية
58	13.4	1,421.4	20.0	-4.00	83.86	87.86	23	59	59	سوق دبي المالي
13	23.9	415.2	56.4	-3.00	19.10	22.10	4	46	47	بورصة البحرين
23	18.2	113.7	18.3	-0.41	8.87	9.28	1	78	72	بورصة تونس
88	84.9	2,462.5	56.0	-62.36	421.08	483.44	0	171	169	السوق المالية السعودية
8	...	25.0	...	-0.17	0.60	0.77	0	24	24	سوق دمشق للأوراق المالية
20	60.6	312.9	50.1	3.17	40.99	37.82	0	131	131	سوق مسقط للأوراق المالية
11	55.1	3,534.2	71.7	-33.96	151.97	185.93	0	43	43	بورصة قطر
8	29.8	68.2	26.2	0.15	3.34	3.19	0	49	48	بورصة فلسطين
14	45.1	433.2	53.7	-13.11	87.94	101.05	11	203	207	سوق الكويت
16	6.4	1,122.0	22.6	0.00	11.22	11.22	0	10	10	بورصة بيروت
139	19.9	247.3	19.1	-15.04	54.89	69.93	1	222	214	البورصة المصرية
17	37.7	604.1	50.5	-9.16	45.31	54.47	1	75	77	بورصة الدار البيضاء
526	43.2	756.6	48.3	-138.5	1,064.54	1,203.00	43	1,407	1,404	الإجمالي

1- التفتح السحلي الإجمالي المقتر لعام 2015.

2- إجمالي الأصول المصرفية لعام 2015 للتقرير الاقتصادي العربي الموحد - صندوق النقد العربي.

المصدر: التشرات الفصلية لقاعدة بيانات أسواق المال العربية - صندوق النقد العربي، ونشرات أسواق المال العربية، وموقع زاوية داخوزن بيانات أسواق المال العربية.

ملخص :

من خلال دراسة العلاقة بين حجم الإصدارات الأولية و مؤشرات نمو وتطور البورصات العربية مع التركيز على بورصة : مصر، السعودية والأردن تبين لنا أن حجم الإصدارات الأولية ليس له علاقة قوية باستقرار البورصة بل هناك متغيرات أخرى تؤثر على استقرار البورصة، ومن بينها الكفاءة الداخلية والخارجية، السلوك المهني، الأزمات المالية والاقتصادية و النقدية وحتى الأحداث السياسية، وما أثر على استقرار البورصات العربية خلال فترة الدراسة هي الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بالإضافة إلى انخفاض أسعار النفط سنة 2014 وما له من أثر على انخفاض حجم التداول و حتى حجم الإصدارات، هذا الأخير كان يتزايد قبل الأزمة بعد زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي الغير مباشر في الدول العربية ثم عاد للانحسار التدريجي بعد الأزمة و لكن الأسواق العربية شهدت تحسنا بداية من سنة 2013 فيما يخص صافي الاستثمار الأجنبي الغير مباشر وكذلك أحجام التداول.

Abstract

This study aims to present the relationship between the primary issue of shares and development indicators in different Arabic stock exchange with more focus on Egyptian, Jordanian and Saudi stock exchange as a sample of this study. Through the conducted analysis we arrive to know that the quantity of primary issue of shares has no strong effect on the stability of stock market but there are other variables do that as internal and external efficiency ,professional behavior , monetary ,economic and financial crisis, even the political events, as well as, the financial crisis of 2008 and low oil prices in 2014 have a fundamental effect on trading volume and issue of shares, even though, the last one increase before the crisis and after the indirect foreign investment flow in Arabic countries but it comes to decrease after that. As result, the stock market of this region developed in the beginning of 2013 specially in the side of indirect foreign investment and trading volume .