



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة الشهيد الشيخ العربي التبسي - تبسة

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم تسيير

تخصص: إدارة مالية

في مقياس

المؤسسة والأسواق المالية

إعداد:

د. براجي صباح

تم تحكيم المطبوعة من قبل اللجنة:

جامعة تبسة	أ.د. ساري نصر الدين
جامعة تبسة	أ.د. بوطرفة صورية
جامعة المسيلة	د. إبراهيمي نادية

السنة الجامعية

2025/2024



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

V.....	فهرس الأشكال
VI.....	فهرس الجداول
ب.....	مقدمة
2.....	الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية
2.....	1. تعريف المؤسسة الاقتصادية
5.....	2. أنواع المؤسسات
5.....	1.2. تصنيف المؤسسات حسب المعايير الاقتصادية
6.....	2.2. حسب المعايير القانونية
6.....	3.2. تصنيف المؤسسات حسب ملكية رأس المال
8.....	3. خصائص المؤسسة الاقتصادية
8.....	4. أهداف المؤسسة الاقتصادية
12.....	الفصل الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية
12.....	1. مفهوم التمويل
13.....	2. أهمية التمويل للمؤسسات الاقتصادية وأهدافه
13.....	1.1. أهمية التمويل للمؤسسات الاقتصادية
13.....	2.2. أهداف التمويل في المؤسسة الاقتصادية
14.....	3. العوامل المحددة لأنواع التمويل في المؤسسة الاقتصادية
15.....	4. مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
16.....	5. أهمية التمويل والمهدف منه
19.....	الفصل الثالث: الأسواق المالية
19.....	1. نشأة الأسواق المالية
20.....	2. مفهوم السوق المالية، أركانها ومكوناتها

20	1.2. مفهوم السوق المالي
22	2.2. أركان السوق المالي
23	3.2. مكونات الأسواق المالية
25	3. أهمية ووظائف الأسواق المالية
25	1.3. الأسواق المالية
25	2.3. وظائف الأسواق المالية
27	4. المتطلبات الرئيسية لقيام سوق مالي نشط وإنشائه
30	الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية
31	1. مفهوم سوق الأوراق المالية ومضمون مصطلح البورصة
36	2. أهمية وأسس الاستثمار في الأوراق المالية
36	1.2. أهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية
37	2.2. أسس الاستثمار في سوق الأوراق المالية
40	3. خصائص سوق الأوراق المالية
41	4. تنظيم سوق الأوراق المالية (النظام الداخلي للسوق المالي والأطراف المتدخلة فيه)
41	1.4. النظام الداخلي للسوق المالي
43	2.4. الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
45	5. إجراءات وقواعد التعامل في أسواق التداول
55	الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)
56	1. الأسهم
57	1.1. أنواع الأسهم
62	2. السندات
62	1.2. تعريف السندات
64	2.2. أنواع السندات

66	3.2. الفرق بين الأسهم والسندات
67	3. المشتقات المالية Derivative Instruments
67	1.3. تعريف المشتقات المالية
68	2.3. أهمية المشتقات المالية
69	3.3. أنواع المشتقات المالية
78	الفصل السادس: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية: السندات والأسهم
78	1. مخاطر الاستثمار في السندات
79	2. مخاطر الاستثمار في الأسهم
79	3. مخاطر الاستثمار المرتبطة بالمشتقات المالية
79	أولاً: مخاطر السوق Market Risk
80	ثانياً: المخاطر الائتمانية Credit Risk
80	ثالثاً: المخاطر القانونية Legal Risk
80	رابعاً: المخاطر التشغيلية operational Risk
81	خامساً: مخاطر التسوية Settlement Risk
81	سادساً: المخاطر التنظيمية Regulatory Risk
81	سابعاً: مخاطر السيولة Liquidity Risk
84	الفصل السابع: محفظة الأوراق المالية
84	1. مفهوم محفظة الأوراق المالية وأبرز خصائصها
84	1.1. مفهوم محفظة الأوراق المالية
85	2.1. خصائص المحفظة المالية
89	2. تسيير المحفظة المالية
91	3. أهمية وأهداف تسيير أو إدارة المحفظة الاستثمارية
91	1.3. أهمية إدارة المحفظة الاستثمارية

91	2.3. أهداف تكوين وإدارة المحفظة المالية
93	4. أنواع وتصنيفات المحافظ المالية
97	الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنوعها لتقليل المخاطر
97	1. استراتيجيات التنوع للمحافظ الاستثمارية
97	1.1. نظرية المحفظة الاستثمارية
97	2.1. مفهوم التنوع
98	3.1. طرائق و اساليب تنوع محفظة الاوراق المالية Diversification Methods
104	2. مفهوم المحفظة المالية المثلى
109	الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية
109	1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية
111	2. أهمية وجود سوق مالي كفء
112	3. مستويات الكفاءة للسوق المالي
113	4. أنواع الكفاءة للأسواق المالية
115	5. متطلبات كفاءة سوق راس المال

فهرس الأشكال

3	الشكل رقم 1: مقاربات تعريف للمؤسسة الاقتصادية
19	الشكل رقم 2: التطور التاريخي لنشأة وظهور الأسواق المالية
21	الشكل رقم 3: تدفق رؤوس الأموال من خلال المؤسسات والأسواق المالية
23	الشكل رقم 4: موقع السوق و الوسطاء الماليين من وحدات ذات العجز و الوحدات ذات الفائض
23	الشكل رقم 5: مكونات السوق المالي
30	الشكل رقم 6: موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي
32	الشكل رقم 7: جوانب مفهوم البورصة
33	الشكل رقم 8: عناصر بورصة الأوراق المالية
55	الشكل رقم 9: أقسام السوق المالية وأهم أدوات التداول
62	الشكل رقم 10: أنواع الأسهم وتقسيماتها
89	الشكل رقم 11: خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية
99	الشكل رقم 12: العلاقة بين الانحراف المعياري وعدد الأسهم في المحفظة
100	الشكل رقم 13: أثر التنوع الساذج على مخاطر المحفظة
101	الشكل رقم 14: معاملات الارتباط في تويج ماركويتز
102	الشكل رقم 15: التنوع الدولي
105	الشكل رقم 16: منحنى المحافظ المتلى
110	الشكل رقم 17: دائرة الكفاءة
113	الشكل رقم 18: العلاقة بين المستويات الثلاث للكفاءة في الأسواق المالية
114	الشكل رقم 19: رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة (ارتفاع الأسعار)
115	الشكل رقم 20: رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة (انخفاض الأسعار)

فهرس الجداول

7	الجدول رقم 1: أنواع المؤسسات الاقتصادية.....
66	الجدول رقم 2: الفرق بين الأسهم والسندات.....



مقدمت


مقدمة

تشكل الأسواق المالية ركيزة أساسية في الأنظمة الاقتصادية الحديثة، خصوصاً تلك التي تركز على تفاعل القطاعين العام والخاص لتجميع الأموال، من خلال تنوع الاستثمارات سواء كانت طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، بهدف تحقيق الأهداف التنموية الموضوعية. وتعكس الأسواق المالية، بطبيعتها، الوضع المالي والاقتصادي لأي دولة. ومع تزايد حركة الاستثمار والطلب المتنامي على التمويل من المصادر المحلية والدولية، وتطور الأدوات والآليات وشبكات المعلومات والتكنولوجيا، نجد أن أهمية الأسواق المالية قد تعاظمت، لا سيما بعد التنوع والتعدد في نشاطات المؤسسات المختلفة.

وتلعب الأسواق المالية دوراً محورياً في تعزيز الاقتصاد، حيث تخصص أسواق الأوراق المالية جهودها لتنمية المدخرات وتوجيهها إلى مشاريع استثمارية متنوعة. هذه العملية تشمل تحويل الفوائض المالية للأفراد، المؤسسات، والحكومات إلى استثمارات ذات قيمة مضافة كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية المتاحة في الأسواق. تسهم هذه الاستثمارات في تحقيق عوائد مالية للمستثمرين، وفي الوقت نفسه، توفر السيولة اللازمة للوحدات التي تحتاج إلى تمويل لسد العجز في ميزانياتها. بالإضافة إلى ذلك، تضمن هذه الأسواق تلبية تطلعات المدخرين الباحثين عن عوائد مجزية من خلال استثمار أموالهم، وتلبي احتياجات المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل لتوسيع نطاق أعمالها الاستثمارية.

لذلك تهدف هذه الدروس إلى تزويد طلبة السنة الثالثة في تخصص إدارة مالية بفهم عميق للمؤسسات الاقتصادية ودورها في الأسواق المالية، مع التركيز على توضيح كيفية تفاعل هذه المؤسسات مع أسواق الأوراق المالية بشكل خاص. تشمل المحتويات موضوعات متنوعة تتناغم مع المعايير المحددة في البرنامج الوطني، لضمان تقديم معرفة متكاملة تساهم في بناء قاعدة صلبة للطلاب في مجالهم الأكاديمي والمهني.

تم تصميم هذه الدروس لتقديم مادة علمية دقيقة وواضحة بأسلوب ميسر، لتمكين الطالب من فهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالمؤسسات والأسواق المالية. تشرح الدروس مفهوم المؤسسة، أهدافها، وتصنيفاتها المتنوعة، بالإضافة إلى توضيح دور الأسواق المالية ضمن النظام المالي وتطورها عبر الزمن. يتناول المحتوى أيضاً العناصر الرئيسية للأسواق المالية، وأهمية الاستثمار في الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية. يُعرف الطلاب بمفهوم محفظة الأوراق المالية، وأهدافها، وأنواعها، ويُسلط الضوء على استراتيجيات إدارة المحفظة وأهمية تنوعها لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، ويختتم بمناقشة خصائص السوق المالي الكفاء.



الفصل الأول: عموميات حول
المؤسسة الاقتصادية

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

1. تعريف المؤسسة الاقتصادية

المؤسسة الاقتصادية Economic Corporation وهي تنظيم ذو استقلالية، تتميز بأنها تتخذ القرارات المالية، والاعلامية، والمادية، والمتعلقة بالموارد البشرية، بهدف بناء قيمة مضافة ترتبط مع اهداف المؤسسة الاقتصادية ضمن نطاق مكاني وزماني. كما تعرف المؤسسة الاقتصادية بأنها عبارة عن تجمع من الاشخاص يستخدم مجموعة من الوسائل المالية و الفكرية، بهدف نقل و تحويل و توزيع الخدمات و السلع بناء على اهداف تحددها الإدارة حتى تحقق الأرباح او المنافع الاجتماعية.¹

يعتبر بعض الاقتصاديين المؤسسة الاقتصادية ككيان يجمع مجموعة من العناصر بهدف إنتاج أو تبادل البضائع والخدمات مع شركاء اقتصاديين آخرين، وذلك ضمن إطار قانوني ومالي واجتماعي محدد، وتحت شروط اقتصادية متغيرة بحسب موقع المؤسسة وحجمها وطبيعة نشاطها، حيث يتم دمج عناصر الإنتاج من خلال تدفقات مالية فعلية تشمل السلع والخدمات، وأخرى مادية، وكلاهما يرتبط بشكل وثيق بالأفراد، إذ تظهر الأولى في الأدوات والموارد المستخدمة في الإدارة والرقابة.²

وتعرف المؤسسة الاقتصادية على أنها "مجموعة أشخاص مهيكليين على شكل هرمي، بغرض انتاج السلع والخدمات القابلة للمتاجرة او المبادلة، بهدف تحقيق أقصى ربح"³.

المؤسسة الاقتصادية تعتبر بمثابة تنظيم مخصص للإنتاج، يهدف إلى خلق قيمة تجارية من خلال توظيف مجموعة من العوامل الإنتاجية، ومن ثم تسويق المنتجات أو الخدمات في الأسواق بهدف تحقيق أرباح تنتج عن الفارق بين الإيرادات والنفقات الإنتاجية.⁴

في هذا السياق عرفت ايضا بانها: " منظمة انتاجية تهدف الى ايجاد قيمة سوقية عن طريق عوامل انتاج معينة، ومن ثم بيعها في السوق من اجل تحقيق ربح مالي " والمؤسسة الاقتصادية عبارة عن وحدة اقتصادية تنفذ مجموعة من النشاطات الخاصة بالانتاج والشراء والبيع والتخزين، مما يساهم في تحقيق الاهداف التي تأسست المؤسسة من اجلها، ووفقا لمكتب العمل الدولي فإن المؤسسة الاقتصادية هي أي مكان يحتوي على نشاطات اقتصادية، ويمتلك سجلات خاصة ومستقلة فيه.⁵

والمؤسسة الاقتصادية تنصرف الى أنما: متعامل اقتصادي ينتج سلع وخدمات لمعاملين اخرين محققا نتيجة ذلك أرباحا.⁶

1- سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول الى التميز، وكالة الصحافة العربية (ناشرون)، جمهورية مصر العربية، 2019، ص: 28.

2- نوال بوعلام سمرد، دليلك في المالية، دار البازوري، عمان - الأردن، 2021، ص - ص: 140 - 141.

3- صمويل عبود، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 1982، ص: 58.

4- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، 1993، ص: 24.

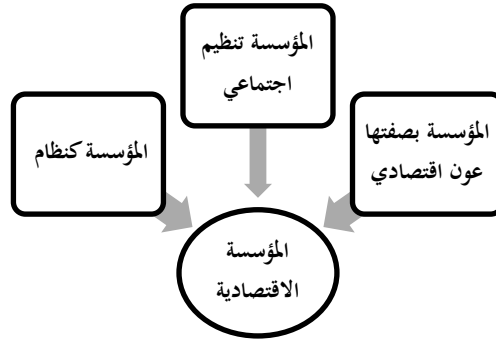
5- سيد عبد النبي محمد، مرجع سابق، ص: 29.

6- Jean-Luc Charron, Sabine Sépari: organisation et gestion de l'entreprise, Manuel et applications , 2^éédition, Parise ; 2001, P01.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

كما عرفها شومبر باها " مركز للابداع وو مركز للانتاج " ⁷.
وتعتبر المؤسسة الاقتصادية : مجموعة بشرية هرمية تقوم بتنفيذ وسائل فكرية ومادية و مالية لانتاج وتدريب وتوزيع الثروة وفقا للاهداف المحددة لتحقيق الربح ⁸.
من خلال ما تقدم، فإنه لا يوجد تعريف موحد وشامل للمؤسسة الاقتصادية، وذلك بسبب اختلاف الخلفيات الادبيات والفكرية وخاصة التطور السريع لهذه الاخيرة ضمن بيئة نشاطها ولحصر التعاريف ضمن ثلاث مداخل عامة او مقاربات، يمكن ايراد ما يلي ⁹:

الشكل رقم 1: مقاربات تعريف للمؤسسة الاقتصادية



المصدر : من إعداد الباحثة

- المؤسسة بصفاتها عون اقتصادي: حيث يمكن تعريف المؤسسة على أنها "تنسق بين عوامل الإنتاج (رأس المال العمل، الطبيعة) بغية إنتاج سلع أو خدمات موجهة للسوق ومنه الوصول إلى تلبية الاحتياجات (الطلب)". المحور الرئيسي لهذه النظرة يتمثل في الحصول على إنتاج مع تواجد مركز للقرار في المؤسسة متمثلا في سلطة الإدارة وقدراتها التسييرية، من حيث تنظيم عملية الإنتاج بحسب إمكانيات المؤسسة والمتغيرات البيئية الخارجية.
أي أن المؤسسة الاقتصادية تمثل وحدة قانونية تتمتع باستقلال مالي، وله الحرية في صنع القرار، وتعمل على توليف عوامل الإنتاج بغية إنتاج سلع وخدمات موجهة للسوق لتلبية الحاجات.
- المؤسسة منظمة اجتماعية: وتبعاً لذلك يمكن تعريف المؤسسة على أنها "مجموعة من الأفراد يتشاركون وينسقون جماعيا في منظمة مهيكلية (داخل تنظيم مهيكل) لإنتاج السلع والخدمات.. فالمؤسسة لم يعد ينظر إليها من زاوية ميكانيكية لعملية الإنتاج ولكن كمنظمة اجتماعية، وعليه يتم دراستها من خلال تنظيم السلطات، توزيع المهام، اتخاذ القرار مواقف وتصرفات الأفراد...

⁷- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص: 25.

⁸- A. DIANI، ECONOMIE ET ORGANISATION DES ENTREPRISES. cour de ECONOMIE ET GESTION, Faculté des Sciences Juridiques Économiques et Sociales, UNIVERSITE SIDI MOHAMED BEN ABDELLAH, FES, MAROC, 2011-2012, P : 3.

⁹- غول فرحات، الوجيز في اقتصاد مؤسسة، دار الخلدونية، الجزائر، الطبعة الأولى، 2008، ص - ص: 08 - 09.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

■ المؤسسة كنظام:

يعرف (ROSNAY de JOEL) النظام بأنه مجموعة من العناصر في تداخل ديناميكي منظم لتحقيق هدفها. فالمؤسسة هي نظام مفتوح على محيطه، يتفاعل معها من خلال علاقة تبادلية، بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف وفي هذا الإطار يمكن أن تتركب المؤسسة من عدد كبير من الأنظمة الفرعية (Sous systemes)، بصفة عامة نعتبر نظام المؤسسة كمجموعة تتكون من ثلاثة أنظمة فرعية، تتمثل في: نظام العمل ويشير إلى العمليات التي تم إجراؤها. ونظام المعلومات، ونظام يتعلق بصنع واتخاذ القرار.¹⁰ حيث تسمح هذه النظرة بإثراء الفهم الحقيقي لسير المؤسسة، ذلك أن مفهوم النظام يركز على تواجد عدة عناصر مترابطة فيما بينها عن طريق ارتباطات (علاقات)، مع بقاء الكل منظم ومتساند بغية تحقيق هدف موحد. وعليه فإن المؤسسة ما هي إلا مجموعة من الأنظمة الفرعية المترابطة فيما بينها بالعديد من العلاقات التبادلية نظام الموارد البشرية، نظام الإنتاج، النظام التسويقي، النظام المالي، نظام المعلومات...، فضلا عن ضرورة الإلمام بجزء مهم من النظام الكلي للمؤسسة وهو البيئة الخارجية للمؤسسة التي تعتبر عنصر مهما من عناصر النظام.

أي ان المؤسسة عبارة عن نظام يتكون من مجموعة من الأنظمة الفرعية التي يعتمد كل جزء منها على الآخر وتتداخل العلاقات فيما بينها وكذلك تتفاعل بصورة مستمرة مع بيئتها الخارجية بغية تحقيق الأهداف المسطرة .

ومن المصطلحات التي تتقاطع مع مصطلح المؤسسة، ما يلي:

المنظمة: وهي كيان اقتصادي، واجتماعي وسياسي تضم منظومات فرعية تعمل بصورة متناسقة ومتعاونة في اطار تصميم محدد لانجاز مهام وتحقيق أهداف معينة، وبالتالي فالمنظمة تتكون من¹¹:

- موارد مالية، ومادية، ومعلوماتية وبشرية.
- اطار يعمل في ظله مجموعة من الافراد وفرق العمل.
- تمتلك المنظمة أهداف محددة ومهام ذات علاقة.
- يشكل التصميم الاطار العام لحركة المنظمة في بيئة الاعمال.

من خلال تعريف المنظمة يمكن الاستنتاج بان كل مؤسسة اقتصادية هي منظمة. او ما يعرف منظمات الأعمال حيث تعد منظمات الأعمال أحد أهم أنواع المنظمات بالنظر الى دورها الريادي في إنتاج السلع والخدمات وتوزيعها وخلق القيمة منها، واستثمار مختلف الموارد لإشباع حاجات الأفراد والمجتمع المتنوعة، وكذلك التعامل مع الفرص والتحديات والمساهمة في بناء دولة الرفاهية، ومن المفيد الإشارة بصورة مركزة إلى وجود أنواع أخرى من المنظمات وهي:

¹⁰ - رائد محمد عبد ربه، نظرية المنظمة والمؤسسات، الجندارية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 94.

¹¹ نعمة، نظرية المنظمة مدخل التصميم، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص: 16.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

• المنظمات الحكومية، وهي منظمات تقدم خدمات سيادية. • المؤسسات العامة، وهي منظمات أوجدتها الدولة لمنع احتكار الموارد واستثمارها.

منظمات دولية: وهي منظمات لا تعود ملكيتها لدولة معينة، بل لتحقيق المصالح الدولية.

المنظمات غير الهادفة للربح: وهي مؤسسات المجتمع المدني المختلفة الأغراض

التعاونيات: منظمات تخدم فئات معينة من المجتمع وهم المشاركون في تكوينها.

كذلك مصطلح المنشأة: وتعرف على أنها مجموعة من الأشخاص الدائمين، العاملين في نفس المكان، وهم تابعون لنفس المنظم أو المسير، والمنشأة هي مصنع أو مكتب...

أما الشركة فهي عبارة عن مؤسسة يشترك فيها شخصان أو أكثر، حيث يقدم كل واحد منهما حصة من رأس المال أو قوة العمل، ويحصل في المقابل على نصيبه من الربح أو الخسارة.

والمؤسسة: هي مصطلح يطلق على أي تجمع اقتصادي واجتماعي مؤسس بصفة رسمية، حيث توجد مؤسسات سياسية، اجتماعية، تربوية، ثقافية، اقتصادية... الخ؛ ويمكن أن تتكون المؤسسة منشأة واحدة أو عدة منشآت.

2. أنواع المؤسسات

عادة ما تصنف المؤسسات تبعا لمجموعة من المعايير المختلفة (حسب طبيعة النشاط، الأهمية والشكل القانوني ومصدر الأموال...)، والتي يمكن التطرق إليها من خلال ما يلي¹²:

1.2 تصنيف المؤسسات حسب المعايير الاقتصادية

1.1.2 حسب طبيعة النشاط

تصنيف المؤسسات في شكل قطاعات، وعددها ثلاثة، وهي القطاع الأولي، والقطاع الثاني وأخيرا قطاع الخدمات وهذه القطاعات يمكن تقسيمها إلى مجموعات فرعية حسب الاحتياجات، والأغراض من ذلك، وتقسّم عموما إلى مجموعات محددة بدقة حسب المنتوجات، السلع والخدمات المعدة من طرف المؤسسة.

2.1.2 حسب الأهمية (La dimension)

حجم المؤسسة يمكن أن يقاس بطرق مختلفة، باستعمال عدة معايير أهمها عدد العمال، ورقم الأعمال السنوي والقيمة المضافة والأرباح المحققة وقيمة التجهيزات الإنتاجية...، ولكن المعايير الأكثر استخداما تتمثل في عدد العمال، والقيمة المضافة.

- عدد العمال : يسمح هذا المعيار بالتمييز بين المؤسسات الصغيرة (TPE: Tres petites entreprises) والتي توظف ما بين 10 و 500 عامل، والمؤسسات الكبرى التي توظف أكثر من 500 عامل.
- رقم الأعمال : يعطينا هذا المعيار فكرة عن أهمية العمليات التجارية للمؤسسة أو المجموعة مع زبائنها.

¹²- رائد محمد عبد ربه، مرجع سابق، ص- ص: 99-100.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

- القيمة المضافة : تشكل القيمة المضافة المقياس الحقيقي للقيمة التي تم خلقها من طرف المؤسسة، ويعد هذا المعيار أكثر دلالة من معيار رقم الأعمال، من الناحية النظرية.
- نتيجة الاستغلال (EBE): وهو الفائض المحقق من طرف المؤسسة، قبل انتقاص كل من رأس المال التقني والتمويل.

2.2. حسب المعايير القانونية

تصنف المؤسسات حسب الشكل القانوني، تبعاً لما يأتي:

- مؤسسات الافراد: الشخصية القانونية للمؤسسة تتطابق مع شخصية رجل الاعمال.
- شركات الاشخاص: هي مؤسسات تعود ملكيتها لمجموعة من الافراد.
- شركات رؤوس الاموال: تتمثل في شركات المساهمة.
- الشركات ذات المسؤولية المحدودة.

3.2. تصنيف المؤسسات حسب ملكية رأس المال

تعتمد الخصائص القانونية للمؤسسات على نوع الملكية التي تمتلكها، حيث يحدد شكل الملكية الأسس القانونية والنظامية التي تدير بها العمليات واللوائح التنظيمية. وتُقسم المؤسسات استناداً إلى هذا المعيار إلى ثلاث فئات رئيسية: المؤسسات الخاصة، وهي تلك التي تمتلك فيها الأصول شخص واحد أو مجموعة من الأشخاص، مثل شركات الأشخاص والشركات ذات المسؤولية المحدودة وشركات المساهمة؛ والمؤسسات العامة، التي تعود ملكية أصولها إلى الدولة كالشركات الوطنية والمحلية؛ وأخيراً المؤسسات المختلطة، التي تجمع بين ملكية الدولة أو هيئاتها والأفراد في ملكية الأصول وفي سلطة اتخاذ القرارات.

بالإضافة إلى المؤسسات التي تم ذكرها سابقاً، توجد هناك مؤسسات وجمعيات تعمل بنشاط ضمن المجتمع، وتتميز بأنها لا تسعى لتحقيق الأرباح كهدف أساسي، بل تأسست بهدف دعم فئات معينة ضمن قطاعات مختلفة. تتمحور اهتمامات هذه المؤسسات حول التضامن وتعزيز العلاقات الإنسانية والاجتماعية، ومن أبرز أمثلتها التعاونيات والشركات التبادلية، بالإضافة إلى مؤسسات الإدماج التي تلعب دوراً مهماً في هذا السياق.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

ويمكن تلخيص أنواع المؤسسات الاقتصادية من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم 1: أنواع المؤسسات الاقتصادية

معايير التصنيف	أنواع المؤسسات
الهدف	<ul style="list-style-type: none"> مؤسسات هادفة للربح: جميع المؤسسات بما فيها الشركات والمستشفيات والقنادق والبنوك التي تتبغى تحقيق المردودات المالية. مؤسسات غير هادفة للربح: جميع مؤسسات المجتمع المدني ومؤسسات النارة العمومية مثل الوزارات ومؤسسات الدولة والمستشفيات العمومية والجامعات الحكومية كافة.
الملكية	<ul style="list-style-type: none"> مؤسسات حكومية: هي كل المؤسسات التي تنتمي للقطاع العمومي والتي تملكها وتسيرها الدولة، كالكليج المركزي، النوائر والبلديات، المنشآت العامة. مؤسسات مختلطة: كل المؤسسات التي تشارك في ملكيتها وأو تسيير النولة (القطاع العمومي) والأفراد (القطاع الخاص). مؤسسات خاصة: جميع المؤسسات التي يملكها ويسيرها فرد أو مجموعة من الأفراد أو الهيئات الخاصة، والتي تشغل في ملكيتها وتسييرها عن القطاع العمومي (الدولة).
الحجم	<ul style="list-style-type: none"> مؤسسات مصغرة: و هي التي تشغل أقل من 10 عمال . مؤسسات صغيرة: و هي التي تشغل ما بين 10 و 200 عامل. مؤسسات متوسطة: و هي التي تشغل ما بين 200 و 500 عامل. مؤسسات كبيرة: و هي المؤسسات التي تشغل أكثر من 500 عامل.
القانون	<p>أ. المؤسسات الفردية (Les entreprises individuelles): هي المؤسسات التي يملكها شخص واحد أو عائلة.</p> <p>ب. المؤسسات الجماعية (Les entreprises sociétaires): وهي مؤسسات تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر، يلتزم كل منهم بتقديم حصة من المال والعمل، مع اقتسام النتيجة المحققة، ويمكن تقسيمها إلى:</p> <ul style="list-style-type: none"> شركة الأشخاص (Les sociétés de personnes): شركات التضامن (Société en nom Collectif: SNC) وشركات التوصية البسيطة (Société en Commandite Simple : SCS)....، وهي شركات سهلة التكوين، فهي تحتاج إلى عقد شراكة يتضمن على الأقل قيمة المساهمة لكل مشترك، و هدف المؤسسة، وكيفية توزيع الأرباح. شركات الأموال (Les sociétés de capitaux): هي على شكل مؤسسات مالية ومصرفية تسمح للعديد من الأفراد أن يستثمروا ما لديهم من أموال في هذه المؤسسات، و رأس مالها مقسم إلى أسهم قابلة للتداول، كشركات التوصية بالأشهم (Société en Commandite par action : SCA) وشركات المساهمة (Société par action : SPA)، شركات ذات مسؤولية محدودة (La Société à responsabilité Limitée : SARL)....إلخ.
الانتشار	<ul style="list-style-type: none"> مؤسسات محلية: يقتصر دور أو نشاط هذه المؤسسات على جزء من النولة الواحدة كالمدينة أو القرية وعالبا ما يكون أعضاؤها من أبناء المنطقة أو المدينة ذاتها. مؤسسات وطنية: يمثل هذا النوع من المؤسسات تلك العاملة ضمن حدود النولة الواحدة في إطار حقوقه وسيادته. مؤسسات عالمية: جميع المؤسسات التي تنتشر في دول أخرى مثل الشركات المتعددة الجنسيات والمؤسسات الدولية كمنظمة الصحة العالمية، منظمة العمل الدولية، منظمة الأمم المتحدة.

المصدر: فاتن باشا: محاضرات تسيير المؤسسة، كلية العلوم الانسانية و الاجتماعية، قسم العلوم الاجتماعية، جامعة محمد خيضر - بسكرة- 2020-2021، ص: 09.
 متاحة على الرابط: [Error | Plateforme des ressources pédagogiques et d'enseignement à distance, Université de Biskra. \(univ-biskra.dz\)](http://univ-biskra.dz)

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

3. خصائص المؤسسة الاقتصادية

- تتمتع المؤسسة الاقتصادية بجملة من الخصائص، يمكن إيراد أهمها فيما يلي¹³:
- نظام ذو تفاعل ديناميكي على المستوى الداخلي بين مختلف الموارد المتاحة والأنشطة والوظائف وعلى المستوى الخارجي التفاعل مع البيئة المحيطة.
 - للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها
 - تمثل المؤسسة وجود ذمة وتعتبر مركزاً لاتخاذ القرارات الاقتصادية وتمتلك القدرة على الإنتاج، حيث تنسق بين عوامل الإنتاج وتختار السلع التي ترغب في إنتاجها؛
 - تتعرض المؤسسة لعنصر المخاطرة المرتبط بحالة وجود احتمالات متعلقة بإمكانية تحقيق الأهداف في ظل سيناريوهات مختلفة وعلى هذا يجب أن تكون قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف مواتية وعمالة كافية ويجب أن تكون قادرة على التكيف مع الظروف المتغيرة؛
 - تكون بحوزة المؤسسة وسائل مادية ومالية وبشرية تحدد حجمها وقدرتها التنافسية ومن ثم فإن تغيير هذه الوسائل يعتبر قراراً حاسماً يتوقف عليه مستقبل المؤسسة .
 - التحديد الواضح للأهداف والسياسات والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهدافاً معينة تسعى لتحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم أعمال معين .
 - تسعى المؤسسة جاهدة لتأمين الموارد المالية اللازمة لاستدامة نشاطاتها، سواء كان ذلك من خلال الحصول على الاعتمادات المالية، أو تحقيق الإيرادات الإجمالية، أو اللجوء إلى القروض، أو استخدام مزيج من هذه الوسائل أو بعضها، بما يتناسب مع الأوضاع الراهنة.
 - لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي فيها وتستجيب لهذه البيئة، فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها وتفسد أهدافها .
 - تُعد المؤسسة عنصراً اقتصادياً محورياً ضمن بنية المجتمع، حيث تُسهم ليس فقط في عملية الإنتاج وتعزيز الدخل القومي، بل تُشكل أيضاً مورداً أساسياً لعيش العديد من الأشخاص.

4. أهداف المؤسسة الاقتصادية

- تختلف أهداف المؤسسة الاقتصادية تبعاً لاختلاف نوع المؤسسة ونمط التسيير فيها، وبصفة عامة يمكن اجمال الأهداف وفق ما يلي¹⁴:

¹³ - عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص-ص: 25-26.

¹⁴ - أنس عبد الباسط عباس، جمال ناصر الكميم، التسويق المعاصر، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص-ص: 31-32.


- سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول للتميز، وكالة الصحافة العربية (ناشرون)، جمهورية مصر العربية، 2019، ص - ص: 30-31.

الفصل الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

- تحقيق الأرباح : هو الهدف الاساسي من بين اهداف المؤسسة الاقتصادية، إذ تسعى الى ضمان تحقيق الأرباح بالاعتماد على استمرار نشاطها، وزيادة نمو وتطور أعمالها من خلال مجموعة من المعايير السياسية التي تضمن القوة للمؤسسة الاقتصادية . فتحقيق الربح من الاهداف الجوهرية للمؤسسة الاقتصادية، وقد لا تهدف الى تحقيق أقصى ربح كما تشير اليه النظرية الاقتصادية، بل لتحقيق ربح مرض و معقول .
- كما تهدف المؤسسة الاقتصادية الى تحقيق عائد مناسب على الاستثمار، وهو ما له علاقة بهدف الربحية فالقيمة المطلقة للربح لا تعطي صورة حقيقية عن ربحية المؤسسة، وحتى يعتبر الربح تعبيراً صادقاً عن ربحية المؤسسة لابد ان ينسب الى جميع اصولها، وهو ما يطلق عليه معدل العائد على راس المال = الربح الصافي/ مجموع الأصول والذي يقيس مقدار الربح الناتج عن كل دينار من الاستثمار .
- هدف البقاء: يعتبر بقاء المؤسسة واستمرار نشاطها في السوق هدف رئيسي يشترك في تحقيقه جميع اقسام وحدات المؤسسة.
- هدف النمو : من خلال التوسع عن طريق زيادة حجم المبيعات الذي يتلأتى بزيادة حصة المؤسسة من حجم السوق او غزو اسواق جديدة، ومن اهم دوافع النمو ، زيادة الطلب على الانتاج او زيادة شدة المنافسة .
- تحقيق المتطلبات المجتمعية: وهو الهدف المرتبط بدور المؤسسة في انتاج و بيع منتجاتها، سواءا كانت خدمات أم سلعا ، مما يساهم في تغطية الطلبات المجتمعية .
- عقلنة الانتاج: هو ترشيد المؤسسة لعوامل الانتاج، مما يؤدي الى زيادة الانتاجية بالاعتماد على التخطيط الدقيق و الجيد ، مع الحرص على تفعيل دور الرقابة على عملية التنفيذ.
- الاهداف الاجتماعية : وهي مجموعة من الاهداف تقسم الى :
 - المساهمة في تطوير مستوى معيشة الموظفين.
 - تأسيس أنماط استهلاك محددة، من خلال التأثير في أذواق الجمهور بالاعتماد على توفير منتجات جديدة لهم.
 - الحرص على تحقيق التماسك بين عملاء المؤسسة و المساهمة في تحقيق الرضا الوظيفي.
- الاهداف التكنولوجية: هي الاهداف المرتبطة بتطبيق البحث العلمي بهدف تطوير المنتجات ومواكبة التطور التكنولوجي للمساهمة في المحافظة على القدرة التنافسية في السوق.

أسئلة التقويم الذاتي

- ما المقصود بالمؤسسة الاقتصادية؟ وما هي أهم المصطلحات المتقاطعة مع هذا المصطلح؟
- اذكر أهم الخصائص التي تتمتع بها المؤسسة الاقتصادية، وما هي موطن الأهمية بالنسبة لها؟
- ما هي أهم الأهداف التي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقها؟
- ما هي أهم أنواع المؤسسات الاقتصادية؟ وما الفائدة من اعتماد مداخل لتصنيفها؟
- عرف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و كيف عرفها المشروع الجزائري.
- حدد الفروق من الناحية النظرية و العملية بين المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و الصغيرة و المؤسسات الناشئة.



الفصل الثاني: احتياجات
التمويل في المؤسسة
الاقتصادية

الفصل الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد، إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد إحساس بضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد ثراء النظرية الاقتصادية، وما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكيفها وبلورتها في نظرية التمويل. ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المشروع وتطوره وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه، إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص " وبعبارة أخرى " عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي ". غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية، وهي نظرة تركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة، وحتى يكون التعريف متماشيا مع النظرة الحديثة للتمويل، فلا بد أن يتعلق التمويل بمختلف القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا، بما في ذلك الاستخدامات البديلة، ودراسة تكلفة المصادر المتاحة، والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن باقي وظائف المشروع أو المؤسسة. ففي الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل احد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة، وبالتالي فالإنتاج يحدد مسار رأس المال نفسه، من خلال تحويل رأس مال نقدي الى منتج.

ولاهمية وظيفة التمويل وتطور صيغتها وطرقها واساليبها وقنواتها تبعا للحركية والديناميكية الاقتصادية عبر الزمن، فإنه يتعين دراسة التمويل في المؤسسات الاقتصادية وعلاقته بالاسواق المالية، من خلال المحاور الآتية تبعا.

1. مفهوم التمويل

يعد التمويل احد اللبانات الأساسية في البناء المؤسساتي، نظرا لتأثيره في مختلف الوظائف الأساسية والداعمة للانشاء، البقاء والاستمرارية، ويمكن فيما يلي تسليط الضوء على جملة من التعريف التي تناولت موضوع التمويل. يعرف التمويل على انه: " مجموع الأنشطة والعمليات التي ينفذها الأشخاص والمؤسسات بهدف جمع الأموال الضرورية وتوظيفها لزيادة القيمة المالية المأمولة في المستقبل، مع الأخذ في الاعتبار القيمة الحالية المتاحة والعائد المنتظر من الاستثمار، إلى جانب المخاطر المرتبطة بهذه العملية. " ¹⁵.

ويمكن صياغة التمويل على انه : مجموع الوسائل الاقراض والتي تسمح للمؤسسة بضمان استمرارية نشاطها، هذا من المنظور الضيق، اما من المنظور الواسع الاقرب للواقع فهو مجموع العمليات التي تبقى من خلالها المؤسسة قادرة على تلبية احتياجاتها من رؤوس الاموال، فالتمويل تعريفها هو : توفر النقود في الوقت المناسب، أي الوقت الذي تكون فيه المؤسسة في امس الحاجة للاموال، كما يوفر التمويل الوسائل التي تمكن الافراد والمؤسسات على الاستهلاك والانتاج على الترتيب وذلك في فترات معينة .

¹⁵ - سعيد الحجازي، احمد علي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، بيروت - لبنان، 2000، ص - ص: 11-12.

الفصل الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

بالتالي فإن التمويل يعرف على أنه إمداد الأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها، فالتمويل عبارة عن توفير الاحتياجات اللازمة من الأموال في وقت الحاجة وبالقدر الكافي، ومن ثم فالتمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات، والغرض منه تنمية وتوسيع وتطوير المشاريع العامة و الخاصة.

2. أهمية التمويل للمؤسسات الاقتصادية وأهدافه

1.2. أهمية التمويل للمؤسسات الاقتصادية

تعد الوظيفة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية من اهم الوظائف التي تتكامل عموديا وافقيا مع مختلف الوظائف وتشابك معها في تحديد الاداء على مستوى الوحدات الوظيفية، ومن ثم الاداء الكلي على مستوى المؤسسة الاقتصادية وتحديد سيناريو استثماريتها وتوسع اشطتها التجارية والاستثمارية، ويمكن فيما يلي التطرق الى جملة من النقاط الاهمية المتعلقة بالتمويل في المؤسسة الاقتصادية¹⁶:

- المساهمة في تحرير الاموال او الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة او خارجها.
- المحافظة على السيولة اللازمة في المؤسسة وحمايتها من مخاطر الافلاس والتصفية.
- انجاز المشاريع القائمة وبعث مشاريع استثمارية جديدة كفيلة بخلق القيمة .
- يعتبر التمويل احد الوسائل الفعالة و اسريعة لمعالجة حالات العجز المالي التي قد تواجه المؤسسات.
- الاستفادة من مصادر التمويل المختلفة بما فيها التمويل الدولي
- الحصول على فرص تمويلية متدنية التكلفة.
- دعم المؤسسة لتحقيق الاهداف المسطرة
- تسهيل مختلف توجهات التغيير والتجديد التكنولوجي والرقمنة في المؤسسات الاقتصادية وتحسين بيئة العمل ورفع الاداء.

2.2. أهداف التمويل في المؤسسة الاقتصادية

هناك العديد من الاهداف التي تتعلق بوظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية والتي تنطوي تحت هدف عام استراتيجي وهو تحقيق ما هو مسطر من قبل المؤسسة عبر تحقيق قاعدة ذهبية أقصى عائد بأقل تكلفة، ويمكن فيما يلي التطرق الى ابرز الاهداف للتمويل في المؤسسة¹⁷:

- تعظيم ثروة المساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم و التي تقاس بقيمة اسعارها في الأسواق المالية.
- ضمان بقاء و استمرارية المؤسسة عبر استمرارية الوظائف و الانشطة و خطط التوسع والاستثمار.
- تحديد المصدر ذو التكلفة الأقل و الذي يؤدي الى تحقيق ايراد اضافي و الذي يكون بشروط تتناسب مع احتياجات المؤسسة و حسب حالتها في الوقت الحاضر و المستقبل ، و التحديد الجيد للبيئة المالية المناسبة و الملائمة لحركية وديناميكية نشاط المؤسسة .

16 - هواري معراج، عمر حاج السعيد، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة للطباعة والنشر والتوزيع عمان - الأردن، 2012 ص: 16. (بتصرف).

17 - محمد الفاتح، بشر، 2020، ص - ص: 13 - 14.

الفصل الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

- دعم عملية اتخاذ القرارات المناسبة في الاوقات المناسبة أي اقتناص الفرص المتاحة و تجنب التهديدات.
- تحقيق نظام سليم و اساس جيد لتوجيه الاموال في المؤسسة و استخدامها فيما يحقق الاهداف طويلة الاجل أي الاستخدام الامثل للموارد.
- استخدام الموارد المالية التي تم الحصول عليها استخداما امثلما بما يؤدي الى زيادة فعاليات و انجازات المؤسسة.

3. العوامل المحددة لأنواع التمويل في المؤسسة الاقتصادية

- على المؤسسة أن تقوم بتقييم المصادر المتاحة للتمويل بدقة واختيار الأنسب من بينها، بما يضمن تحقيق التوازن المثالي بين العائد المتوقع ومستوى المخاطرة المقبولة. ولا يمكن الوصول إلى هذا التوازن إلا من خلال فهم شامل لخصائص كل مصدر تمويل متاح والمعايير الأساسية المستخدمة في عملية اتخاذ القرارات المالية، ومن أهمها¹⁸:
 - الملائمة: يُعتبر مفهوم الملائمة أساسيًا في إدارة الأموال، حيث يجب أن تتناسب أنواع الأموال المستخدمة مع الأصول التي يتم تمويلها. على سبيل المثال، إذا كان الهدف من التمويل هو تغطية رأس المال العامل، فمن الأجدى أن يتم ذلك من خلال قرض قصير الأجل لتقليل التكلفة المتوقعة للأموال. بينما إذا كان الهدف هو التوسع أو الاستحواذ على أصول رأسمالية، فإن التمويل ينبغي أن يأتي إما من الملاك عبر حقوق الملكية أو عن طريق قرض طويل الأجل لضمان استدامة المشروعات الطويلة الأمد.
 - المرونة: تُعرف المرونة بأنها القدرة التي تمتلكها المؤسسة لتكييف مصادر تمويلها وفقًا للتغيرات الأساسية في احتياجاتها المالية، وهذا يعني التوافق بين الأوضاع المالية الحالية والمصادر المتاحة، فبعض مصادر التمويل تتسم بمرونة أعلى من غيرها. كما تشير المرونة إلى تنوع مصادر التمويل المتاحة، مما يتيح للمؤسسة خيارات أوسع لاختيار البديل الأمثل لتمويلها، ويمنحها القدرة على إجراء التعديلات المستقبلية على مصادر التمويل إذا رأت ذلك مناسبًا.
 - التوقيت: يُعتبر التوقيت عنصرًا حاسمًا حيث تسعى المؤسسة لاختيار اللحظة المثالية لجمع الأموال بأدنى تكلفة، سواء كان ذلك عبر الاقتراض أو استخدام الأموال الخاصة بالملكية. وذلك لأن الاختيار الدقيق للتوقيت يمكن أن يؤدي إلى تحقيق وفورات مالية مهمة في عمليات التمويل والاقتراض.
 - الدخل: يُعرف الدخل بأنه قيمة العائد المتوقع من الأموال المستدانة التي تستخدمها المؤسسة لتمويل مشروع محدد. تقوم المؤسسة بتقييم ما إذا كانت تكلفة الفائدة المدفوعة للمقرض، والضمانات والقيود المطلوبة من مصادر التمويل، تفوق الفائدة المتوقعة من المشروع. إذا كانت النتيجة موجبة، فإنها تعتمد على القرض كوسيلة للتمويل.

18 - تواتية الطاهر، المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: إدارة ومالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2016/2017، ص - ص: 11-12.

الفصل الثاني: احتياجات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

- يتطلب اتخاذ قرارات بشأن اختيار مصادر التمويل الملائمة تقيماً دقيقاً للمخاطر المرتبطة بكل خيار، حيث يؤدي الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي إلى زيادة الأعباء المالية على المؤسسة. يجب أخذ حقوق وأولويات الأطراف المعنية في الاعتبار، بدءاً من الدائنين وصولاً إلى الملاك العاديين. مع ازدياد الديون، تتعاظم المخاطر التي تهدد رأس مال الملاك، إذ قد تؤدي إلى استنزاف الأصول في حالة السداد. وبصفة عامة، عندما تقرر المؤسسة نوعية الأصول التي ترغب باقتنائها فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية¹⁹:

- حجم الاموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الاموال خلالها.
- توافق مصادر الاموال مع اوجه استخدامات توظيف هذه الاموال.
- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد و عائد الاستثمار المتوقع.
- اجال التسديد و تزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من تشغيل الموجودات الممولة .
- القيود و الشروط التي يفرضها الممولون على المؤسسات المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الاضائي، عدم توزيع الأرباح، المحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.

4. مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

هناك مصدران أمام المؤسسات للحصول على الاموال اللازمة لتغطية احتياجاتها، إما المصادر الداخلية او الخارجية ولفترات قصيرة او طويلة الاجل. ويمكن تصنيف مصادر التمويل اما من حيث المصدر او من حيث الملكية او من حيث الزمن وفق ما يلي²⁰:

- من حيث المصدر : حيث توجد مصادر داخلية كالارباح المحتجزة و الاستهلاك و بيع الأصول ومصادر خارجية كالاقتراض واصدار السندات و تسهيلات الموردين.
- من حيث الملكية: تقسم الى مصادر من مالكي المؤسسة كزيادة راس المال او الاحتفاظ بجميع الأرباح او جزء منها، او مصادر خارجية مثل : المقترضين او البنوك او موردي الالات والمعدات و مؤجريها، او موردي المواد.
- من حيث الزمن: تقسم الى مصادر طويلة الاجل و مصادر متوسطة الاجل واخرى قصيرة الاجل.

19 - زنانة ريمة، العيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها: دراسة نظرية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 10 العدد 2، 2023، ص - ص: 336 - 337.

20 - محمد غياث شيخة، الاستثمار: المبادئ - الأدوات - المخاطر والتقييم، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2022، ص: 27.

5. أهمية التمويل والهدف منه

للتمويل أهمية بالغة، وخاصة على مستوى المؤسسة الاقتصادية، ويمكن فيما يلي التطرق الى جملة من نقاط الالهمية²¹:

- تحرير الاموال او الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة او خارجها.
- يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستعملها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- يساعد على انجاز مشاريع معطلة و اخرى جديدة
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من مخاطر الافلاس و التصفية

²¹ - هواري معراج، عمر حاج السعيد التمويل، التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة، عمان - الأردن، 2012، ص: 16.

أسئلة التقويم الذاتي

- ما المقصود بالتمويل، وهل له خصوصية في مفهومه على مستوى المؤسسة الاقتصادية ؟
- ماهي ابرز أدوات التمويل ضمن المدينين القصير والمتوسط وطويل الاجل.
- كيف يمكن ان يكون التمويل عن طريق الاسواق المالية البديل الافضل للمؤسسات الاقتصادية عن انماط التمويل الاخرى مثل الاقتراض من المؤسسات المالية.
- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية ؟
- ما هي البيئة المالية الصحية للمؤسسة الاقتصادية؟
- عدد مواطن الاهمية للتمويل على مستوى المؤسسة الاقتصادية و اهم اهدافه.



الفصل الثالث: الأسواق المالية

الفصل الثالث: الأسواق المالية

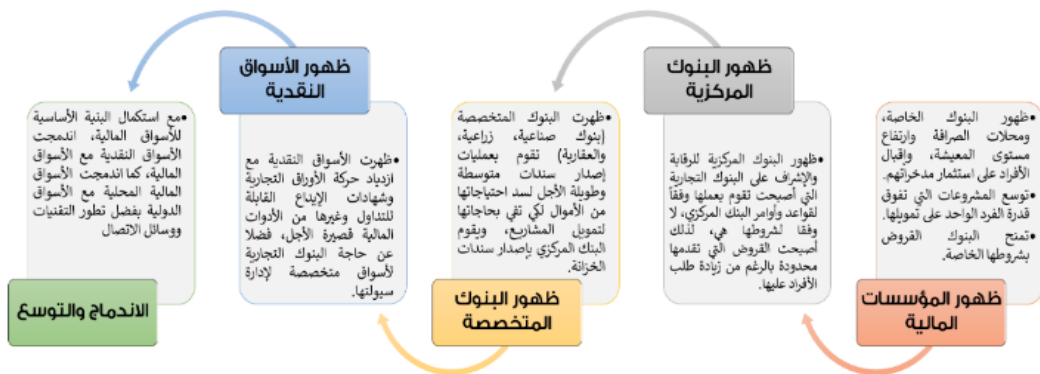
تمثل الأسواق المالية مكون أساسي ضمن النظام المالي، فهي احد اللبانات الأساسية لصيرورة النشاط الاقتصادي وتطوره وتقدمه، من خلال حركة انتقال الأموال من قطاعات الفائض نحو قطاعات العجز بما يدعم الاستثمار والإنتاجية وتوسيع حيز الأملاك وخلق الثروة، وسيتم من خلال هذا الفصل معالجة محاور محددة متعلقة بنشأة ومفهوم الأسواق المالية، وأهميتها وخاصة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية وكذلك التعرف على أهم تقسيماتها .

1. نشأة الأسواق المالية

تقوم مبادئ الأسواق المالية على أساس نظرية آدم سميث في تقسيم العمل، حيث تزداد فعالية تقسيم العمل بتوسع حجم السوق، والذي يرتبط بدوره بحجم الإنتاج. هذا التوسع يؤدي إلى تخصص الإنتاج وفقاً للميزات النسبية في توزيع الموارد، وهو ما ينعكس على التطورات في القطاع المالي، وبشكل أخص في الأوراق المالية. نتيجة لذلك، نشأت أسواق متخصصة للأوراق المالية، والتي تعرف بسوق الأوراق المالية، وتعود تسمية الأسواق المالية إلى مفهوم السوق العام والأدوات المستخدمة في التعاملات بهذه الأسواق.

وفي الحقيقة أن الباحثين والمختصين لم يتفقوا من الناحية التاريخية حول المكان والزمان الذي نشأ فيه مصطلح الأسواق المالية، ذلك أن تطورها جزء من التطور الطبيعي للاقتصاد، وتحسن الدخول وتنوعها وظهور المؤسسات المالية التي تربط بين احتياجات أصحاب العجز وبين أصحاب الفائض، ومن خلال ابتكارات المؤسسات لطرق تمويل بعيدا عن البنوك من خلال طرح أسهم للاكتتاب (مشاركين أو مساهمين) أو طرح أدوات للدين عبارة عن سندات وهي بداية لتشكيل ملاح الأسواق المالية، وبصورة عامة فقدت مرت فكرة الأسواق المالية بالعديد من المراحل التي يمكن إيجازها فيما يلي²²:

الشكل رقم 2: التطور التاريخي لنشأة وظهور الأسواق المالية



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، العدد 21، صندوق النقد العربي، ص: 11.

22 - حسني خريوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص- ص: 12 - 16.

- المرحلة الأولى: في البداية، شهد القطاع المصرفي نموًا ملحوظًا مع زيادة عدد البنوك الخاصة ومكاتب الصرافة، وتحسن مستويات المعيشة بشكل نسبي. هذا التحسن أدى إلى تزايد رغبة الأفراد في استثمار أموالهم في مشاريع تجارية، زراعية، وعقارية، مما أسهم في توسع الأنشطة التجارية. ونتيجة لذلك، ازداد حجم هذه المشاريع التي تطلبت رؤوس أموال ضخمة، مما قد يفوق قدرة الأفراد على التمويل الذاتي، وبالتالي اضطروا للجوء إلى البنوك للحصول على قروض.
- المرحلة الثانية: في المرحلة الثانية، شهدنا تطوراً ملحوظاً مع بزوغ البنوك المركزية التي أخذت على عاتقها مهمة الإشراف والسيطرة على البنوك التجارية، والتي كانت في السابق تتمتع بحرية واسعة. خلال هذه الفترة، استمرت البنوك التجارية في أداء دورها الأساسي في التعامل مع الأوراق التجارية وتوفير الائتمان، ولكن وفقاً للقواعد والتوجيهات الصادرة عن البنك المركزي. ونتيجة لذلك، أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من الزيادة المستمرة في الطلب عليها من قبل العملاء.
- في المرحلة الثالثة، شهدنا تطوراً في النظام المصرفي حيث برزت البنوك التي تختص بالقروض ذات الأمد المتوسط والطويل، كالبنوك الصناعية، الزراعية، العقارية، إضافة إلى بنوك التنمية والاستثمار. هذه البنوك بدأت بإصدار السندات التي تمتد لفترات متوسطة وطويلة بهدف تغطية احتياجاتها المالية وضمان تمويل متنوع للمشاريع. من جانبه، يعمل البنك المركزي على إصدار سندات الخزانة لدعم هذا التوجه.
- في المرحلة الرابعة، شهدت الأسواق المالية تطوراً ملحوظاً حيث أصبحت الأسواق النقدية أكثر بروزاً، وتميزت هذه الفترة بتنامي تداول الأوراق المالية وشهادات الإيداع، مما مهد الطريق لبدء عملية الدمج بين السوق النقدي والسوق المالي، وهو ما يعد خطوة هامة نحو توحيد الأسواق المالية.
- في المرحلة الخامسة، شهدنا تلاقي وتداخل الأسواق النقدية مع نظيرتها المالية، وكذلك انصهار الأسواق المالية المحلية في الأسواق العالمية. هذا التطور جاء مواكباً للتقدم في وسائل الاتصال وبروز البورصات المالية كفاعلين رئيسيين في الساحة الاقتصادية. ومن ثم، باتت الأسواق المالية تولي اهتماماً متزايداً لعمليات بيع وشراء الأوراق المالية ذات الأجل الطويل كالأسهم والسندات.

2. مفهوم السوق المالية، أركانها ومكوناتها

1.2 مفهوم السوق المالي

توجد العديد من التعريف التي تناولت السوق المالي، ويمكن فيما يأتي التطرق إلى جملة منها: يُطلق على الأسواق المالية وصف المنصة التي تجمع بين الكيانات الاقتصادية الحائزة على فائض مالي والراغبة في توظيفه عبر الإقراض، وبين الكيانات التي تعاني من نقص في الموارد المالية وتسعى للاستثمار أو الاقتراض. في هذا السياق، تظهر الأصول المالية وتتم المتاجرة بها ضمن الإطار التنظيمي المحدد لهذه الأسواق.²³

²³ - محمود يونس، عبد النعم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 127.

الفصل الثالث: الأسواق المالية

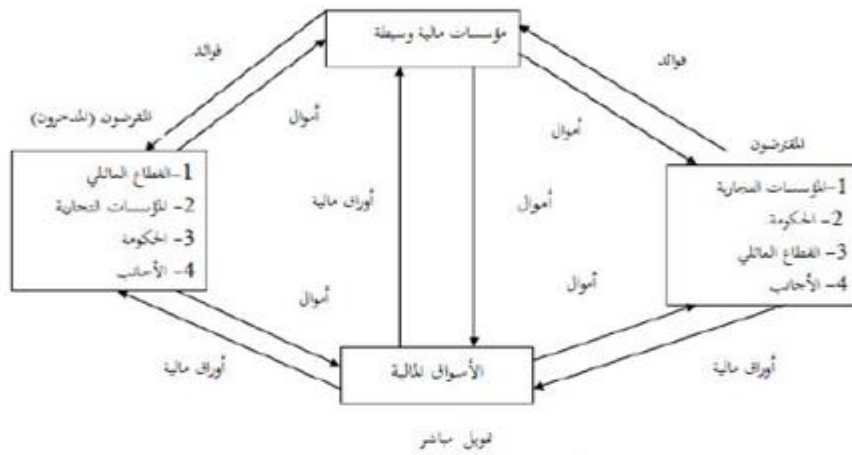
كما تعرف الأسواق المالية، بأنها نظام يُمكن من التقاء الباعين والمشتريين لإجراء تبادلات في أنواع محددة من الأصول المالية أو الأوراق المالية، حيث يُسهّل هذا النظام عملية البيع والشراء ويُعزز من كفاءة السوق.²⁴

تُعتبر الأسواق المالية بمثابة الساحات التي تُمكن من تبادل الأصول المالية مثل الأسهم والسندات. وفي هذا الإطار، تقوم المؤسسات المالية بدور الوساطة المالية، حيث تُسهّل توجيه الأموال من الأطراف التي تمتلك فائضاً نقدياً، سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات أو حكومات، إلى الأطراف التي تعاني من نقص في السيولة النقدية.²⁵

يُعد السوق المالي محور التجمع للبايعين والمشتريين بهدف إبرام الصفقات المالية وتداول الأصول المالية، سواء أكانت هذه الأصول قصيرة الأجل أو متوسطة أو طويلة الأجل. يجري هذا التداول بشكل منظم ومخطط له بعناية، استناداً إلى مجموعة من القوانين والأنظمة والإرشادات التي تكفل إتمام العمليات بفعالية، وذلك بهدف تحقيق العائد المرجو الذي يتلاءم مع المخاطر المتوقعة. ومن ثم، يسهم السوق في توجيه المدخرات إلى الاستثمارات الأمثل، مما يضمن مصلحة جميع الأطراف الفاعلة في السوق.²⁶

فالسوق المالي مكان التقاء أو تنظيم يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها بغية تعبئة فوائض بعضهم وتوجيهها نحو عجز بعضهم الآخر وفق شروط محكمة مسبقاً، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 3: تدفق رؤوس الأموال من خلال المؤسسات والأسواق المالية



المصدر: عبد اللطيف مصيطفي محمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي و اقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت - لبنان، 2015 ص: 13.

من خلال ما تقدم فإن مفهوم الأسواق المالية يتضمن مختلف القنوات التي تنساب من خلالها الاموال بين مختلف القطاعات الاقتصادية والمؤسسات والافراد، والحكومات، فمن خلال الأسواق المالية يتم تدفق وانسياب

²⁴ - حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 61.

²⁵ Jeff Madura, Financial institution and markets, 7 editions, Thomson, southwestern - USA, 2006, P : 02.

²⁶ - فوزان القيسي، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم: دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان 1989 - 2005، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006، ص: 53.

الاموال من الوحدات المدخرة ذات الفوائض المالية نحو الوحدات المستثمرة أي الوحدات ذات العجز المالي، أي مكان لتداول الأدوات المالية لتحقيق العوائد بأقل المخاطر.

2.2. أركان السوق المالي

يتكون السوق المالي من ثلاث أركان أساسية، هي ²⁷ :

2.2.1. فئة المقرضين أو المستثمرين: وتتضمن هذه الفئة الأشخاص والهيئات المالية التي تمتلك مبالغ نقدية تزيد عن احتياجاتها الاستهلاكية، وبالتالي تسعى لإبداع هذه الأموال في المؤسسات المالية كالبنوك ومكاتب الوساطة المالية وشركات الاستثمار، وذلك بهدف تحقيق الاستفادة منها عبر العوائد المالية التي تعود عليهم من هذه الاستثمارات.

2.2.2. فئة المقرضين أو المصدرين: وهي الفئة التي تكون بحاجة للأموال بسبب نقص إيراداتهم النقدية كالأفراد والمؤسسات وتحصل على هذه الأموال بواسطة اصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، وعند عملية بيع هذه الأوراق تملك الشركة أو المؤسسة السيولة المطلوبة، وبالتالي تزيد من رأس مالها.

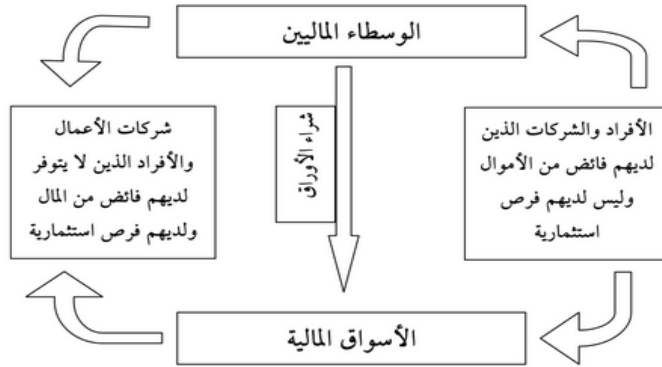
2.2.3. الوسطاء والوكلاء: تقوم فئة الوسطاء والوكلاء بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين والمصدرين للأوراق المالية، ويتوقع من الوسيط، سواء كان فرداً أو كياناً، أن يُنجز مهام متعددة تشمل السمسرة وصناعة الأسواق، حيث يُسهم في تحريك عجلة التداول بالشراء عند ارتفاع العرض والبيع عند ارتفاع الطلب. كما يُعهد إليه بمسؤولية تغطية الإصدارات الجديدة والعمل على خفض مستويات المخاطر المالية. بالإضافة إلى ذلك، يسعى الوسيط لإطالة أمد استحقاق الديون. وتجدر الإشارة إلى أنه في بعض الأسواق المالية، يوجد نوعان من السماسرة: سماسرة يعملون بنظام العمولة وآخرون يعملون لحساب الموكلين.

كما تتنوع المؤسسات المالية الوسيطة وتشمل عدة أنواع، منها المؤسسات الإيداعية التي تقوم بتجميع الأموال وإدارتها، وسوق المؤسسات الاستثمارية التي تعمل على توظيف الأموال في مختلف الفرص الاستثمارية، بالإضافة إلى المؤسسات التعاقدية التي تدير العقود والاتفاقيات المالية، وأخيراً مؤسسات سوق الأوراق المالية التي تتيح التداول في الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. هذه المؤسسات تلعب دوراً حيوياً في تسهيل العمليات المالية وتعزيز الاستقرار الاقتصادي.

ويمكن توضيح موقع السوق و الوسطاء الماليين من وحدات ذات العجز والوحدات ذات الفائض.

²⁷ - شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب النقابي، عمان - الأردن، 2017، ص: 16 - 17.

الشكل رقم 4: موقع السوق والوسطاء الماليين من وحدات ذات العجز والوحدات ذات الفائض

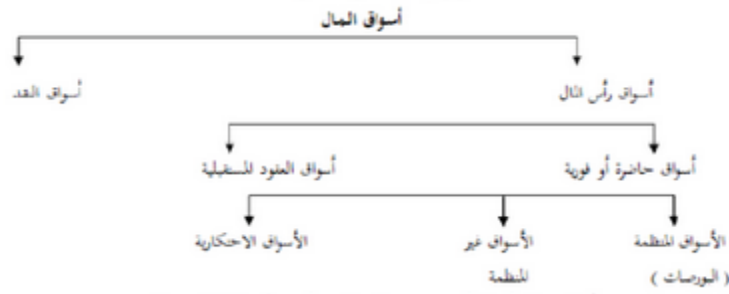


المصدر: شقيري نوري موسى، مرجع سابق، ص: 17.

3.2. مكونات الأسواق المالية

تشمل الأسواق المالية، الأجهزة والمتعاملون والوحدات والأدوات العاملة في هذه الأسواق، وتتكون من سوقين رئيسيين، وفق ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم 5: مكونات السوق المالي



المصدر: عبد اللطيف مصيطفى محمد بن بوزيان، مرجع سابق، ص: 15.

يوضح الشكل قسمين رئيسيين للأسواق المالية، وهما: السوق النقدية التي يطلق عليها سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، أما سوق رأس المال فتعرف بسوق الأموال متوسطة وطويلة الأجل، حيث يمكن التمييز بين السوقين اعتماداً على مدة استحقاق الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق.

1.3.2. أسواق النقد

تُعرف سوق النقد بأنها المنصة التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية ذات الأجل القصير، والمميزة بسهولة تحويلها إلى نقد وقلّة المخاطر المتعلقة بها. هذه السوق، بدورها، تشكل بيئة مثالية لتوظيف الأموال الفائضة لفترات قصيرة وتأمين التمويل الذي يضمن السيولة الضرورية لإدارة المشروعات. وتُطلق على الأدوات المتداولة في هذا السياق تسمية "أدوات شبه نقدية" أو "أدوات عالية السيولة".

يعرف السوق النقدي بأنه: سوق التعامل بالأدوات الائتمانية أو الأصول المالية قصيرة الأجل سواء كان ذلك في السوق الأولي (سوق الإصدارات لهذه الأدوات)، أو في السوق الثانوي (سوق تداول هذه الأدوات)، وعادة ما

يكون هذا السوق مناسباً لنشاط البنوك التجارية المتهمة بالتمويل قصير الأجل، سواء كان ذلك عن طريق تداول حوالات الخزينة أو الأوراق التجارية، ومختلف أنواع الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل.

فالسوق النقدية هي: السوق التي تتم فيها جميع التعاملات التي تتضمن أصولاً وعقوداً مالية لها مدة استحقاق تقل عن سنة واحدة. وتتميز الأصول التي يتم التعامل بها في هذه السوق عادةً بمخاطرة منخفضة عن باقي الأسواق الأخرى، وعائد منخفض على الاستثمارات أيضاً. للسوق النقدية أهمية بالغة في الاقتصاد، لأنها تضمن حسن عمل النظام المالي الحديث؛ فهي تسمح للمؤسسات والأفراد بالحصول على التمويل الذي يحتاجونه على المدى القصير، كما تسمح لأصحاب رؤوس الأموال بإقراض أموالهم للأطراف التي تحتاجها. بالتالي فالسوق النقدي توفر احتياجات المؤسسات والمستثمرين من الأصول المالية والسيولة النقدية. تشمل الأدوات المستخدمة في السوق النقدية ما يلي: صناديق السوق النقدية، شهادات الإيداع، اتفاقيات إعادة الشراء، أذون الخزانة، أوراق تجارية، مقايضات العملات، قروض وتمويل قصيرة الأجل من البنك والبنك المركزي.

كما أن السوق النقدي تكون تذبذبات (تغيرات) أسعارها قليلة بشكل عام وبطيئة، وتتم الصفقات عبر وسائل الاتصال، فليس شرط أن يكون هناك موقع معين للسوق، ويضم سوق النقد المؤسسات المالية، مثل مؤسسات الإيداع والادخار، ومنها المصارف التجارية ومؤسسات مالية أخرى تعاملتها بالأجل القصير.²⁸ والسوق النقدية تُستخدم بشكل رئيسي من طرف الحكومات والشركات والمؤسسات المالية كوسيلة لتمويل أنشطتها، وضمن توفير السيولة على المدى القصير، كما تشكل أيضاً وسيلة للمستثمرين الذين يُقرضون هذه المؤسسات للحصول على عائد خلال مدة لا تتجاوز سنة واحدة.

2.3.2. أسواق رأس المال

أسواق رأس المال هي الأسواق المالية التي يتم فيها تداول الأصول والعقود المالية التي لها استحقاق على المدى الطويل، والذي عادةً ما يتراوح ما بين سنة واحدة و30 سنة؛ على عكس السوق النقدية التي تكون فيها مدة الاستحقاق أقل من سنة واحدة.

تتميز الأصول التي يتم التعامل بها في السوق المالي بارتفاع العائد ونسبة المخاطرة مقارنة بالسوق النقدية، وهي تمكن المتعاملين فيها من حكومات وشركات ومؤسسات مالية ومستثمرين أفراداً من الحصول على تمويل على المدى الطويل لتلبية احتياجات الأعمال والنمو الاقتصادي، كما تمكن أيضاً أصحاب رؤوس الأموال من الحصول على عائد مقابل إقراض الأموال.

ويقصد أيضاً بأسواق رأس المال، الأسواق التي تتم فيها المتاجرة بالأسهم والسندات أي بالأوراق المالية الخاصة بالملكية والديون طويلة الأجل، أي يزيد امد الورقة المالية عن السنة، وتتاثر هذه الأدوات كثيراً بأسعارها، فتحدث فيها تغيرات كبيرة.²⁹

28 - سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017، عمان، الأردن، ص: 16

29 - سرمد كوكب الجميل، مرجع سابق، ص: 16.

الفصل الثالث: الأسواق المالية

3. أهمية ووظائف الأسواق المالية

1.3. الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دوراً حيوياً في تمويل المشاريع التنموية³¹، حيث تسهم في جمع رؤوس الأموال الضخمة اللازمة لهذه الخطط، وذلك من خلال إشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع عبر إصدار الأسهم والسندات. وبهذا، تتجنب الدولة الاعتماد على القروض الخارجية التي قد تثقل كاهلها بالديون والمخاطر المرتبطة بها. من ناحية أخرى، تواجه البنوك التجارية تحديات في تقديم التمويل المتوسط والطويل الأجل بسبب مشاكل التضخم والمخاطر المالية، مما يحد من قدرتها على تلبية هذه الاحتياجات. وفي هذا السياق، تبرز الأسواق المالية كحل فعال لتقديم القروض بشروط مواتية وتكاليف أقل مقارنةً بالبنوك الدولية. كما تتميز الأسواق المالية بقدرتها على التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة الصعبة، مما يحولها إلى أسواق دولية أو إقليمية تجذب المستثمرين من مختلف الجنسيات. وتشجع هذه الأسواق صغار المستثمرين على توظيف أموالهم في شركات استثمارية ذات خبرة عالية، مما يمكنهم من تحقيق عوائد مجزية بمخاطر منخفضة. وأخيراً، توفر الأسواق المالية لحاملي الأوراق المالية القابلة للتداول القدرة على تحويل استثماراتهم إلى سيولة نقدية بسرعة وسهولة، دون تحمل خسائر كبيرة، مما يعزز من مرونة وجاذبية الاستثمار في هذه الأسواق.

وبصفة عامة فإن الأسواق المالية تقدم وعاد تجتمع فيه المعلومات حول النشاط الاقتصادي، بما يدعم كفاءة ويحسن نوعية القرارات الاقتصادية، وتحقيق السيولة للاستثمارات وتوليد فرص استثمارية جديدة ومبتكرة، فضلاً عن تسهيل ودعم عملية التكوين لرأس المال لاسيما تشجيع الاستثمارات المنتجة بتفتيت المخاطر المصاحبة للاستثمارات و تشتيتها بواسطة اصدار الأسهم و الأوراق المالية الاخرى بغرض التمويل.³²

2.3. وظائف الأسواق المالية

تتمثل الوظائف الرئيسية للأسواق المالية³⁴ في المساهمة بتحقيق الازدهار الاقتصادي من خلال عدة طرق. أولاً، تعمل على زيادة القيمة الرأسمالية للأوراق المالية والأسهم، مما يؤدي إلى تنوع الخيارات الاستثمارية وتسهيل تداولها، وبالتالي تقليل المخاطر المرتبطة بها. ثانياً، توفر الأسواق المعلومات الضرورية للاستثمارات وتوجه الموارد نحو المشاريع ذات العائد الاقتصادي الكبير، مما يساهم في تعزيز النمو الاقتصادي. ثالثاً، تلعب دوراً في نقل رأس المال من القطاعات التي تمتلك فائضاً إلى تلك التي تعاني من عجز، وذلك بتجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات تساعد في تحسين النمو الاقتصادي والإنتاج. رابعاً، تساعد الأسواق المالية في تنفيذ السياسة النقدية للدولة عبر تدخل

31 - حسني علي خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية: المفاهيم والتطبيقات، دار زهران للنشر، عمان - الأردن، 2012، ص-ص: 16 - 17.

32 - محمد بن علي القري، الأسواق المالية، دار حافظ، الإمارات العربية، 1995، ص: 19.

34 - راشد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2019، ص-ص: 28 - 29.

الفصل الثالث: الأسواق المالية

البنوك المركزية في السوق للتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية. خامساً، تجذب الاستثمارات الأجنبية للمشاركة في المشاريع الكبرى، مستفيدة من العولمة والانفتاح الاقتصادي. سادساً، تعمل على سد الفجوات التمويلية للمشاريع التي لا تجد تمويل من البنوك، وتوفير السيولة اللازمة. وأخيراً، تقدم الأسواق المالية الحماية للمستثمرين من خلال تنظيم عمليات الإدراج والتداول، وتوفير أدوات للتحوط من المخاطر مثل المشتقات المالية.

وبصفة عامة، فإن وظائف الأسواق المالية تستقى من المفهوم المتعلق بها فهي قناة لتحويل الأموال من وحدات الفائض نحو وحدات العجز لأهداف الاستثمار أو إعادة الاستثمار، خلق الثروة أو التوسع في الملكية وبالتالي تعبئة المدخرات وتنشيط حركة الاستثمار كما تشكل الأسواق المالي أداة هامة لتفعيل الرقابة بصورة غير مباشرة وغير رسمية بما يؤثر على كفاءة المؤسسات وتحسين إدارتها، ومؤشر جيد للدلالة عن الحالة الاقتصادية لأي بلد. وبالتالي فإن أهم الوظائف التي تربطها بالمؤسسات الاقتصادية تتعلق بالاستثمار أو إعادة الاستثمار وتكوين الثروة ورفع القيمة السوقية للمؤسسة، وتوفير التمويل، وتحسين البيئة المالية لهذه المؤسسات.

تتمثل الوظيفة الرئيسية للأسواق المالية في تسهيل التوزيع الكفؤ للموارد مع مرور الوقت وعبر المساحات المختلفة، ضمن نطاق أوسع وشامل. وعليه، يوفر السوق المالي ست وظائف أساسية تشمل إمكانية نقل الموارد الاقتصادية زمنياً ومكانياً، وتجميع هذه الموارد، بالإضافة إلى توزيع وإدارة المخاطر والتحوط ضدها، وتسهيل الاستثمارات وتمويلها وإحياء ديناميكياتها، وكذلك ضمان تحقيق العدالة في الأسعار بما يعكس جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة، وتعزيز عملية الرقابة بأنواعها ومستوياتها المتعددة.³⁵

وتجدر الإشارة إلى أن وظيفة التمويل من خلال الأسواق المالية تكون من خلال طريقتين من طرق التمويل كالتالي³⁶:

- يُطلق مصطلح التمويل المباشر على الطريقة التي تعتمد على الكيانات الراغبة في تمويل مشاريعها للحصول على الأموال بشكل مباشر من الأطراف التي تمتلك فوائض مالية. يتم ذلك إما عن طريق القروض الفورية أو من خلال طرح مختلف أنواع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والصكوك الحكومية. يمكن لهذا النوع من التمويل أن يتم بدون الحاجة إلى وساطة المؤسسات المالية، أو قد يتم الاستعانة بخدماتها، خاصة تلك التي تتمتع بتقنيات تسويقية متطورة كبنوك الاستثمار ووكلاء بيع الأوراق المالية.
- التمويل غير المباشر: يُعد التمويل غير المباشر عملية مالية تتم عبر مؤسسات وسيطة كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق التقاعد، حيث تلعب هذه الهيئات دوراً في تجميع الأموال من الأفراد أو الكيانات التي لديها فائض مالي. تتم هذه العملية إما عن طريق الودائع المختلفة كالجارية والثابتة والتوفير، أو من خلال إصدار أدوات مالية محددة مثل بوليصات التأمين وشهادات الإيداع والاستثمار. بعد ذلك، تستخدم

³⁵ - Bertrand Jacquillat et autres, Marchés financiers: gestion de portefeuille et des risques, 6e édition, Dunod, France, 2014, p-p :8-14.

³⁶ - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مذكرة تدرسية، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص - ص: 5 - 6. https://iei.kau.edu.sa/Files/121/Files/149853_64-ABook-MubarakA.pdf

هذه المؤسسات الأموال المجمع لتقديم القروض للأشخاص أو الجهات التي تحتاج إلى تمويل، أو لشراء الأوراق المالية الصادرة حديثاً من الوحدات التي تعاني من نقص في السيولة المالية.

4. المتطلبات الرئيسية لقيام سوق مالي نشط وإنشائه

- لقيام سوق مالي نشط هناك جملة من المتطلبات الرئيسية التي لا بد من توفرها، والتي يمكن إيرادها فيما يأتي:
- اتاحة الفرصة امام القطاع الخاص ليؤدي دوره في النشاط الاقتصادي مع توفير مناخ استثماري مشجع ومطمئن وقادر على استيعاب الاموال المعروضة للاستثمار وجذبها، لان كفاءة الأسواق المالية تقاس في المقام الاول بمدى قدرتها على تعبئة المدخرات و توجيهها نحو اوجه التوظيف المختلفة .
 - توفر مؤسسات مالية ومصرفية كفؤة وقادرة على اداء دورها في عدة اتجاهات من اهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية، وبلورتها في شكل مشروعات محددة والترويج الناجح لها في اوساط المستثمرين و الممولين وكذلك التوسط بين عرض السيولة النقدية والطلب عليها لوصول اطراف العلاقة الاستثمارية.
 - توفر اطار تشريعي وتنظيمي مؤسسي قادر على توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين، و على تسهيل المعاملات وان يتسم في الوقت نفسه بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها في شكل ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار.
 - تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة بما يؤمن للسوق المالي توسعا ونشاطا يتيح الفرصة امام المتعاملين للاختيار وفقا لمصالحهم و اتجاهاتهم و معتقداتهم.³⁷

³⁷ - طالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار جليس الزمان، عمان - الأردن، 2010، ص- ص: 12 - 13.

أسئلة التقويم الذاتي

- ما المقصود بالنظام المالي ؟
- ماهي الاسواق المالية وكيف نشأت
- بين الالهمية الاقتصادية و الاجتماعية للاسواق المالية و لاسيما النشطة.
- ما هي اهم اقسام السوق المالي .
- عدد ابرز وظائف السوق المالي
- فيما تكمنون اهمية السوق المالي على المستوى الكلي و الجزئي؟



الفصل الرابع: الاستثمار في
سوق الأوراق المالية (البورصة)

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تُعدّ سوق الأوراق المالية عنصراً محورياً في بنية القطاع المالي ضمن الأنظمة الاقتصادية التي تستند إلى أسس اقتصاد السوق، حيث يُسهم القطاع الخاص بدور فعّال. وتحظى هذه السوق بالعديد من المسميات في الأدبيات الاقتصادية، فهي تُعرف بسوق رأس المال، وأيضاً بالسوق المالية أو الاستثمارية، وتُعتبر ميداناً لتداول الأموال ذات الأجل الطويل والمتوسط. ومن أشهر مسمياتها سوق الأوراق المالية أو بورصة الأوراق المالية، وتُشكل جزءاً من ثلاثة عناصر أساسية تُكوّن أسواق المال. والمكونة من :

- سوق النقد الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.
 - سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار و شركات التأمين.
 - سوق الأوراق المالية، حيث يعد مركزاً حيويّاً للتجارة، حيث تُتاح فيه فرصة التداول بمختلف الأوراق المالية كصكوك الأسهم والسندات، والتي تُصدر من قِبل مجموعة واسعة من الجهات كالشركات والمصارف والحكومات وغيرها من المؤسسات العامة، وتتميز بإمكانية تداولها بيسر وسهولة.
- يمكن توضيح موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي من خلال الشكل الموالي
- الشكل رقم 6 : موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي

الشكل رقم 6: موقع سوق الأوراق المالية من السوق المالي



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية : ودراسة مقارنة بين النظم الوضعية و احكام الشريعة الاسلامية، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، دراسات في الاقتصاد الاسلامي 2، القاهرة 1996، ص: 36.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

1. مفهوم سوق الأوراق المالية ومضمون مصطلح البورصة

يُعتبر سوق الأوراق المالية نظامًا يُسهل عملية التقاء البائعين والمشتريين لتداول أنواع مختلفة من الأوراق المالية أو الأصول، مما يمنح المستثمرين القدرة على تبادل الأسهم والسندات ضمن هذا السوق، سواء كان ذلك من خلال الوسطاء أو الشركات المتخصصة. ومع تطور وسائل الاتصال والشبكات، أصبحت الحاجة إلى الحضور الفعلي في المقر الرئيسي لسوق الأوراق المالية أقل أهمية.³⁸

تُعد سوق الأوراق المالية بمثابة الفضاء المنظم الذي يُوفر البيئة الملائمة لتجمع البائعين والمشتريين، وذلك من خلال آليات إلكترونية أو تقنيات معتمدة، حيث يُمكنهم إتمام عمليات التداول بكل شفافية وضمن إطار القوانين والأنظمة المحددة. وتتميز هذه السوق بتوافر وسائل اتصال فعّالة وبحضور وسطاء مؤهلين ومرخص لهم، مما يضمن سلاسة وأمان التداولات.³⁹

وفي السياق ذاته عرفت سوق الأوراق المالية على أنها : المجال الذي يحدث فيه تبادل الأوراق المالية، وهي المكان الذي تُطرح فيه الأوراق المالية الجديدة للتداول لأول مرة، وفي الوقت نفسه، تُسهل هذه السوق عملية تحويل الأصول إلى نقد بواسطة التنازل عنها في البورصة. وبهذا، تُمكن السوق المستثمرين من الاستفادة من السيولة وتحقيق الربح من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.⁴⁰

تُعدّ بورصة الأوراق المالية ملتقى يجمع الوسطاء في أوقات منتظمة بمكان معلوم لينفذوا طلبات عملائهم التي ترد إليهم خلال ساعات العمل، وبهذا تؤدي البورصة وظيفة ثنائية؛ إذ تسهم في لقاء العرض بالطلب، وتوفير الضمانات الكافية لإتمام المعاملات وتحقيق التوازن السعري بفضل الشفافية التي تضمنها.⁴¹

فسوق الأوراق المالية هي منصة رئيسية ضمن النظام المالي، حيث تلتقي رغبات البيع والشراء من خلال قنوات اتصال فعّالة. يتم التداول فيها بالأوراق المالية ضمن إطار يضمن توافر شروط مسبقة الضبط، وذلك تبعًا لمجموعة من القواعد والأنظمة الخاصة التي تحكم هذه العمليات.

وتجدر الإشارة إلى أن العالم عرف نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلم بالتعامل بالاسهم و السندات والآخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية، وفي القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية، وقد تنوع التعامل في الأوراق المالية في فيها بمرور الزمن. بصفة عامة تُعتبر البورصة في جوهرها سوقًا يُجرى فيها تداول المنتجات، سواء كانت سلعة أو خدماتًا أو أفكارًا، بين البائعين والمشتريين الذين يمتلكون الرغبة والقدرة على إنجاز هذه التبادلات ضمن إطار القوانين والشروط المحددة.

38 - الكايد خليل أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية: التحليل المالي والاقتصادي، كنوز المعرفة، عمان - الأردن، 2010، ص: 77.

39 - عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية: نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 73.

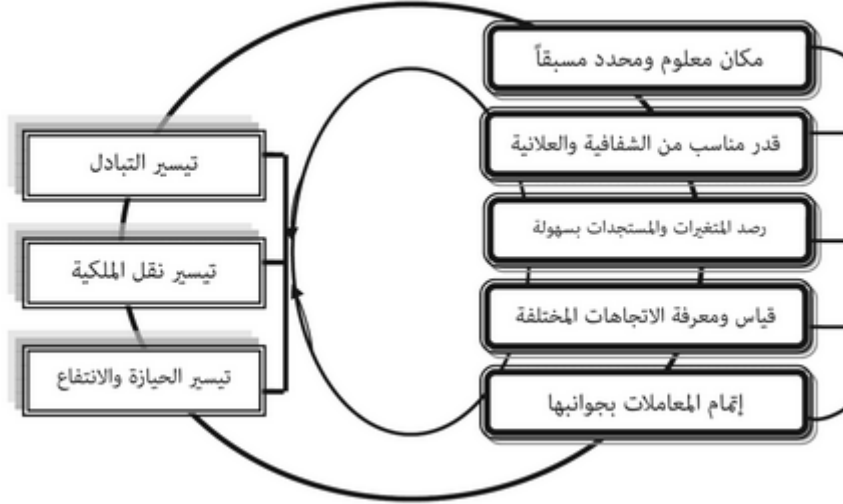
40 - David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002, p 132.

41 - سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، 2005، ص: 185.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

نظرًا لتنوع هذا المفهوم واختلافه باختلاف مجالات تخصص الأفراد والسياقات الخاصة بكل مجتمع، من الضروري فهم الأبعاد المختلفة لمفهوم البورصة وتطبيقاته تبعًا لما يقترجه الشكل الموالي :

الشكل رقم 7: جوانب مفهوم البورصة



المصدر: محسن أحمد الحضري، كيف تتعلم البورصة، ايترك للنشر والتوزيع، القاهرة - مصر، 1999، ص: 09.

تُعد البورصة موقعًا محددًا يلتقي فيه المستثمرون لإجراء عمليات البيع والشراء، حيث تتوفر الشفافية والعلانية التي تضمن انعكاس تأثيراتها على جميع المشاركين وصفقاتهم، مما يؤدي إلى تحديد الأسعار ارتفاعًا وانخفاضًا أو استقرارًا. ومن خلالها، يُمكن مراقبة التغيرات والتطورات الجديدة التي تؤثر على حركة التداول بكل سهولة، وبذلك يُمكن تقييم تأثيرها وفهم الاتجاهات السائدة وتحليلها والتنبؤ بمستقبلها. وفي الختام، تُسهل البورصة إتمام المعاملات بكافة جوانبها المالية والقانونية والاقتصادية، بما في ذلك تسهيل عملية التبادل بين البائع والمشتري، ونقل الملكية والتسجيل القانوني للمبيعات، وكذلك نقل الحيازة وتحقيق الاستفادة من الأصول المباعة⁴²:

42 - مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2009، دمشق - سوريا، ص: 14.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

و عناصر بورصة الأوراق المالية ، يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم 8: عناصر بورصة الأوراق المالية



المصدر: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 19.

- الأوراق المالية (الأسهم والسندات): وتمثل البضاعة أو السلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.

تُعد البورصة بذلك سوقًا شاملاً ونشطاً حيث تسود الحرية التامة لتفاعل قوى العرض والطلب من خلال عمليات البيع والشراء ضمن مناخ تنافسي متكامل. ومن هذا المنطلق، تحظى البورصات بمستوى عالٍ من الكفاءة في بيئة اقتصادية مفتوحة، بينما تتراجع هذه الكفاءة في ظل اقتصاد محدود الحريات. كما تتعزز ديناميكية البورصات ودورها الحيوي في الاقتصاد الوطني بتزايد عدد الشركات المدرجة والأوراق المالية المتاحة للتداول والمستثمرين المهتمين بالمشاركة. وبالتالي، ينمو عدد العمليات وتفاعل البورصة، مما يعزز قدرتها على استيعاب متطلبات واحتياجات المتعاملين المتنوعة والمتزايدة، لاسيما مع توسع الأنشطة الاقتصادية وتنوعها.

وتجدر الإشارة إلى تعدد التعريفات التي تناولت مصطلح البورصة، منها⁴³:

- البورصة (سوق التداول): تُعرف البورصة بأنها المحفل الذي يجمع السماسرة بانتظام في موقع معلوم لإجراء الصفقات نيابةً عن عملائهم، وذلك استناداً إلى الأوامر المستلمة مسبقاً أو خلال ساعات العمل. وتُمثل البورصة نظاماً يُمكن من التواصل بين العرض والطلب، وهي تُعتبر أحد القنوات الرئيسية للتداول في الأوراق

⁴³ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص- ص: 16 - 17.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

المالية التي تستوفي معايير محددة، وذلك ضمن إطار قوانين وأنظمة مصممة لضمان إجراء التعاملات على نحو يتسم بالشفافية والعدالة.

■ البورصة (من الناحية المادية) هي المكان الذي يجتمع فيه عدد كبير من الأشخاص الوسطاء، لكي يقوموا في ما بينهم بعمليات مختلفة تتعلق ببضائع أو صكوك مالية ومن الناحية القانونية تعني البورصة - من جهة - الجهاز الذي تتم عبره عمليات البورصة (سوق الأوراق المالية أو السلع ومن جهة ثانية مجموع العمليات المنفذة ضمن شروط معينة سواء من قبل أصحاب المصلحة شخصياً أو من قبل الوسطاء وهذه الحالة الأخيرة هي ! الأكثر شيوعاً).

■ البورصة هي سوق منظمة وموجهة للجمهور حيث تتم العمليات وفقاً للقواعد المنصوص عليها في القوانين والأنظمة، وهذه العمليات لا يمكن إجراؤها وتنفيذها إلا عن طريق الوسطاء المخولين قانوناً القيام بذلك. البورصة: هي مؤسسة مستمرة ومنظمة تنظيمياً دقيقاً يضمن تلاقي العرض والطلب بالنسبة للبضاعة أو القيم التي تتناولها حركتها في جو من المنافسة الحرة المتاحة.

■ البورصة: هي مؤسسة تعتبر سوقاً نموذجية حيث يتم التعامل بالدرجة الأولى بالأوراق المالية، في ظل منافسة حرة.

وقد عرفت البورصة بأنها سوق منظمة تعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية بين المتعاملين بيعاً وشراءً بمختلف الأوراق المالية، ويعمل في هذه السوق أشخاص مختصون هم سماسرة ووسطاء الأوراق المالية ولا يجوز أن تتم العمليات في هذه السوق إلا بواسطة وسطاء رسميين وفي الشكل المحدد قانوناً، وتتصف هذه العمليات بالصبغة التجارية. علماً أنه لا يكتسب أي من البائع أو المشتري للأوراق المالية هذه الصفة لمجرد دخوله في إحدى عمليات البورصة.

تُعرف البورصة أيضاً بأنها المنصة التجارية التي تُقدم فيها الأوراق المالية للتسجيل والتبادل بين المستثمرين، وذلك استناداً إلى تقييم وتحليل البيانات الواردة. كما تمثل البورصة البيئة التي تُسهل التقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية، سواء كان ذلك من خلال وسائل اتصال مباشرة أو غير مباشرة، شريطة أن تكون هناك قنوات اتصال كفؤة تضمن توحيد الأسعار للأوراق المالية المتداولة في أي وقت معين.

وخلاصة القول فهي أماكن منظمة يلتقي فيها الممولون والمستثمرون، أو المقرضون والمقترضون لبيع وشراء الأوراق المالية من خلال الوسطاء أو ما يطلق عليهم السماسرة بهدف الحصول على عوائد أكبر في المستقبل بدرجة مخاطرة محددة وبالتالي تعزيز القدرة الإنتاجية للأصول المادية لدى المستثمرين وبنفس الوقت تعظيم القيمة السوقية للأصول المالية لدى الممولين. وتتميز البورصة عن باقي الأسواق بثلاث ميزات أساسية هي⁴⁴:

⁴⁴ - مصطفى يوسف كاني، مرجع سابق، ص- ص: 17 - 18.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

- تجري العمليات في البورصة دون استخدام الإسناد التي هي موضوع لها دون حملها إلى البورصة بصورة فعلية، فيتم تداول الأوراق المالية كما لو أنها من الأشياء المثلية مع فروقات بسيطة تتعلق بتعيينها عن طريق تحديد كميتها وصفتها فقط.
- لا يتصل البائعون والمشترون ببعضهم البعض بصورة مباشرة، وإنما يتم ذلك عن طريق وسطاء مختصين، وهكذا فإن المتعاملين في البورصة لا يعرفون بعضهم.
- إن المتعاملين في البورصة هم في الأغلب من المضاربين، أي أنهم يشترون أو يبيعون للمضاربة على ارتفاع الأسعار وهبوطها، والإفادة بنتيجة ذلك من فروقات هذه الأسعار.
- تعتبر البورصة سوقاً مثالية يتسع فيها المجال للمنافسة الحرة بين البائعين والمشتريين. أما الأسباب التي تجعل البورصة سوقاً مثالية، فترجع إلى الأمور التالية:
 - تركيز العرض والطلب في سوق واحدة مما يؤدي إلى إحداث سعر واحد يكون مقياساً للأسعار داخل البورصة وخارجها.
 - حرية المساومة.
 - عدم التحكم في الأسعار بسبب تعارض مصالح المتعاملين، فإذا كان من مصلحة بعضهم هبوط الأسعار، فإنه لا يستطيع تحقيق ذلك وفق رغبته لأن هناك آخرين قد يكون ارتفاع الأسعار من مصلحتهم.
 - توافر العلنية الكافية، لأن العمليات تجري عن طريق المناذاة وتقييد الأسعار بصورة ظاهرة في ألواح معروضة للجمهور.
 - اقتصار التعامل في البورصة على المثليات أي الأشياء التي تعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد.
- لقد ساهمت البورصات بفاعلية في عمليات تعبئة وتحريك الفائض الاقتصادي وتوفير الحافز على الادخار وعلى الاستثمار، وعلى تشجيع الأفراد على الدخول في الاكتتابات في الأوراق المالية المختلفة والمساهمة في رؤوس الأموال للمشروعات والشركات وفي الوقت ذاته توفير التمويل اللازم لها من خلال طرح وإعادة طرح الأوراق المالية الأخرى من سندات وصكوك وخلافه، وكلما كانت البورصة فعالة، كلما كانت أقدر على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وللنظام الاقتصادي القائم فيها وذلك من خلال ما يمكن أن تسهم به في⁴⁵:
 - توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في البورصة وحماية طرفي المبادلة البائعين / المشتريين) من أي ظلم أو غبن، مع استيعاب وتفعيل العوامل الظرفية وتحقيقها بالشكل الذي يدعم ويحقق العدالة السعرية التي تعكس حقيقة قوى العرض والطلب في لحظة التعامل.

⁴⁵ - مصطفى يوسف كاني، مرجع سابق، ص- ص: 14 - 15.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

- القدرة على توفير وفتح وإعادة فتح وتدوير وتشغيل كم مناسب من الأموال لكي تعمل على تحقيق سيولة المجتمع وعلى تفعيل توازنات استثماره في مراحلها المختلفة: قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل، وذلك من خلال ضمان وتوفير تعامل سريع وفوري للأوراق المالية لإشباع احتياجات كل المتعاملين في البورصة بيعاً وشراءً وما يتطلبه ذلك من ديناميكية التداول ومن سرعة في إجراء التسويات.
 - العمل على جذب وتوجيه المدخرات والأموال المتاحة في المجتمع إلى مجالات الاستثمار الحقيقية القائمة والمزمع إقامتها والتي تسهم إسهاماً مباشراً في الارتقاء بالنمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية للمجتمع.
 - تعزيز الفهم العام لأهمية الأسواق المالية يسهم في جذب الأفراد الذين يدخرون بمبالغ صغيرة وتحويلهم إلى مستثمرين نشطين ضمن النظام الاقتصادي الوطني، وهذا بدوره يزيد من الوعي بمخاطر الاستثمار والتأثيرات المتنوعة التي يمكن أن يحدثها على المجتمع.
 - تتمثل إحدى الركائز الأساسية في تعزيز النشاط الاستثماري والتوظيفي، ليشمل ذلك الأفراد والمؤسسات على حد سواء، فضلاً عن المشروعات المتنوعة. إن القيادة الفعالة في هذا المجال تسهم في تحقيق التنمية المستدامة وتوفير فرص العمل، مما يعود بالنفع على الاقتصاد بشكل عام.
- تبرز الأهمية القصوى للبورصات كعنصر أساسي في تعزيز الاقتصاد، حيث يصعب تخيل نمو اقتصادي مستدام دون وجودها. تعتبر البورصات ركيزة لإقامة مجتمع اقتصادي متكامل، ولذلك، يجب على صانعي القرار الاقتصادي توسيع آفاقهم وتحسين فهمهم لتطوير هذه المؤسسات بشكل يضمن تحقيق أثر إيجابي في المجتمع. كما يتطلب الأمر منا التعمق في فهم خصائص ومواصفات البورصات لضمان تحقيق هذه الغاية.

2. أهمية وأسس الاستثمار في الأوراق المالية

1.2. أهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يتعلق الاستثمار بصفة عامة القيمة المضافة إلى الثروة المتراكمة عبر الزمن، والتي تنتج من ارجاء أو تأجيل استهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك مستقبلي أكبر غير مؤكد.⁴⁶

فالى جانب الاستثمار الحقيقي المتعلق بالانفاق على تكوين الأصول المستخدمة في العملية الانتاجية لخلق القيمة المضافة وتعظيم الثروة، هناك الاستثمار المالي الذي يتعلق بشراء الأصول المالية من اسهم وسندات او أدوات مالية مستحدثة اخرى، و للاستثمار المالي أهمية بالغة ، يمكن التطرق لها فيما يأتي:

يُعتبر الاستثمار المالي بمثابة تملك لأحد الأصول المالية بهدف تحصيل عائد مستقبلي، ويُمكن تعريفه على أنه العملية الاستثمارية التي تشمل الأسهم، السندات، أذون الخزانة، الأدوات المالية التجارية، القبولات البنكية، الودائع التي يمكن تداولها، والخيارات المتاحة في السوق.⁴⁷

46 - سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، الإسكندرية - مصر، 1998، ص: 23.

47 - هوشيار معروف، كاك مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن - 2003، ص: 132.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

أما أهمية فإن هدف أي مستثمر في السوق المالي هو بناء أو تشكيل محفظة مالية استثمارية مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر عائد) ممكنة، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي⁴⁸:

- تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة لأنه إذا كان الربح يمثل الأولوية الأولى في سلم أفضليات المستثمر فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.
- تحقيق آمان مستقبلي: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من أوراق مالية صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.
- تحقيق النمو أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

2.2. أسس الاستثمار في سوق الأوراق المالية

توجد من الأسس الثابتة التي يبتدئ الاعتماد عليها عند صياغة القرار الاستثماري في السوق المالي، و التي يمكن إيرادها فيما يأتي⁴⁹:

– **العائد:** كما نعلم إن المستثمر يسعى إلى تعظيم العائد المتوقع على استثماره ولكنه يواجه قيد المخاطرة، والمخاطرة هي الاحتمال بأن يكون العائد المحقق مختلفاً عن العائد المتوقع وكلما أراد المستثمر أن يحصل على عائد أعلى يتوجب عليه أن يتحمل درجة أكبر من المخاطرة، وبالتالي العلاقة بين العائد والمخاطرة أساس قرار الاستثمار المالي". والعائد من الاستثمار أو المكافأة على الاستثمار تتضمن الأرباح الجارية والمكاسب الرأسمالية (أو الخسائر) وهذا العائد هو مقابل ما يطلق عليه بالتمويل الزمني، فالأفراد يفضلون الحاضر على المستقبل فالحاضر أمر يقيني، أما المستقبل فهو أمر احتمالي والعائد يمثل مكافأة الأفراد على استثمار جزء من أموالهم ويعبر عنه بالعادة كنسبة مئوية من الأموال التي استثمرت في بداية الأمر.

⁴⁸ - محمد الفطاطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية: نشأة، التطور، الخصائص، الفطاطة للدعاية والإعلان، عمان - الأردن، 2001، ص: 36.

- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 58.

⁴⁹ - قيصر عبد الكريم الهبتي، مرجع سابق، ص- ص: 231-236.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

■ المخاطر: يحاول المستثمر بذل جميع الجهود لتقليل من احتمالات التعرض للمخاطر، إلا أن هناك على ما يبدو تعارضا بين زيادة المكافأة والتقليل من المخاطر، فزيادة العوائد قد تقترن بزيادة المخاطر، لذلك وجب على المستثمر أن يحاول إبقاء مقدار المخاطر مناسبة مع العوائد المحتملة مع هذا فإن جرى المستثمر وراء استثمارات تنطوي على مخاطر جسيمة ليس من شأنه أن يولد له أرباحا وعوائد عالية، فالأسهم التي تحمل عوائد مماثلة ليست جميعها تحمل نفس معدلات الخطورة. وعلى العموم فإنه ليس من السهولة أن تؤسس علاقة ثابتة بين الأرباح والمخاطر ويبقى على المستثمر نفسه أن يقيم حكما بين معدلات الأرباح وما ينشأ عنها من معدلات مخاطر وبذلك يظل قراره الاستثماري أقرب إلى الصواب على الأمد البعيد.

■ عامل الوقت: عامل الوقت هو من الأمور المهمة في الاستثمار، فعندما يقوم الفرد بشراء إحدى الأوراق المالية، فإنه بالعادة يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بهذه الأسهم أو السندات وفقا للأهداف الاستثمار سواء كان ذلك قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل. ويقوم المستثمر بانتقاء فترة زمنية تتناسب مع العائد ومع المخاطر وهذا يتوقف على طبيعة السهم، فأسهم بعض الشركات لا تعطي نتائج في سنواتها الأولى، إلا أنها تصبح استثمارات جيدة بعد فترة ثلاث أو أربع سنوات مثلا، ومن هنا كان عامل الزمن مرتبطا بنوع الشركة ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها).

ومعالجة عمليات الاستثمار في الأسواق المالية من حيث خصائصها يطرح نوعان هما: العمليات العاجلة.

و العمليات الآجلة.

أ- العمليات العاجلة: تُعرف العمليات العاجلة بأنها تلك التي يُقدم فيها البائع الأوراق المالية ويُسلم المشتري الثمن بشكل فوري أو في فترة قصيرة للغاية، وذلك ضمن التزامات محددة يتفق عليها الطرفان. تُجرى هذه العمليات على أي حجم من الأوراق المالية، حتى لو كانت ورقة مالية واحدة. يسعى المتعاملون في السوق المالي لإجراء العمليات العاجلة بهدفين رئيسيين: الأول هو الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من الأرباح المترتبة عليها والحقوق الأخرى المرتبطة بها، والثاني هو المضاربة على تقلبات أسعارها، حيث يقومون ببيعها عند ارتفاع قيمتها في السوق. يُلاحظ أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة تكون عادةً أقل من أسعارها في السوق الآجل، مما يُعد ميزة للمتعاملين الراغبين في الاستثمار السريع.

ب تُعرف العمليات العاجلة بأنها تلك التي يُقدم فيها البائع الأوراق المالية ويُسلم المشتري الثمن بشكل فوري أو في فترة قصيرة للغاية، وذلك ضمن التزامات محددة يتفق عليها الطرفان. تُجرى هذه العمليات على أي حجم من الأوراق المالية، حتى لو كانت ورقة مالية واحدة. يسعى المتعاملون في السوق المالي لإجراء العمليات العاجلة بهدفين رئيسيين: الأول هو الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من الأرباح المترتبة عليها والحقوق الأخرى المرتبطة بها، والثاني هو المضاربة على تقلبات أسعارها، حيث يقومون ببيعها عند ارتفاع قيمتها في السوق. يُلاحظ أن أسعار الأوراق المالية

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

في السوق العاجلة تكون عادةً أقل من أسعارها في السوق الآجل، مما يُعد ميزة للمتعاملين الراغبين في الاستثمار السريع. ويمكن إنجاز أهم العمليات التي يجري بها التعامل في السوق الآجلة بالآتي:

- العمليات الباتة القطعية: تُعرف بأنها تلك التي يتم تحديد تنفيذها في موعد التصفية المحدد سلفًا، حيث يتعهد المتعاقدون بتسديد الثمن واستلام الأوراق المالية المتفق عليها. وعلى الرغم من أنه لا يجوز لهم التراجع عن العملية، إلا أنه يُسمح لهم بتأجيل التسوية النهائية إلى موعد لاحق. وفي حالة البيع البات، قد يتكبد أحد الطرفين، سواء البائع أو المشتري، خسارة ما لم يكن سعر التصفية مساويًا لسعر البيع الأصلي. ويحق للمشتري فقط استخدام خيار التنازل عن الأجل لوقف انخفاض الأسعار، حيث يمكنه طلب تسليم الأوراق المالية قبل الموعد المحدد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وربما ارتفاع أسعارها مجددًا أو على الأقل إيقاف انخفاضها. ولا يُلزم المشتري ببيع الأوراق بنفسه، بل يمكنه تفويض وسيط للقيام بذلك، ويُسجل الربح، إن وجد، في رصيد دائن.
- العمليات الآجلة بشرط التعويض: تُعرف العمليات الآجلة التي تشتمل على شرط التعويض بأنها تلك الصفقات التي يتعهد فيها الطرفان، البائع والمشتري، بإنائها في موعد محدد، مع العلم أنه يجوز لأحدهما الامتناع عن إتمام العملية مقابل التنازل عن مبلغ مالي متفق عليه كتعويض. وتتفرع هذه العمليات إلى قسمين رئيسيين: الأول، العمليات الشرطية للمشتري، حيث يحق للمشتري الاختيار بين قبول الأوراق المالية أو التنازل عن التعويض، بينما يظل البائع ملتزمًا بقرار المشتري النهائي. يجب أن تشتمل الأوامر المتعلقة بهذه العمليات على ثلاثة عناصر أساسية: السعر، وقيمة التعويض، وموعد التصفية. الثاني، العمليات الشرطية للبائع، وفيها يمتلك البائع الصلاحية لتحديد ما إذا كان سينفذ الصفقة أو يتخلى عنها في اليوم المحدد للرد، شريطة أن يؤدي التعويض المالي المتفق عليه.

ج - البيع مع خيار الزيادة: يعطي الحق لأحد الطرفين في زيادة الكمية المباعة أو المشتراة عند نهاية المدة المحددة، وهذا النوع من الصفقات يمكن أن يأخذ إحدى شكلين: الشكل الأول: خيار الزيادة للمشتري، والشكل الثاني: خيار الزيادة للبائع. إذا كان حق الزيادة للمشتري (للبيع) فيمكنه تسليم طلب ضعف الأوراق المشتراة (المبيعة) أو أكثر، ويعد الشراء (البيع) باتا في الكمية المتفق عليها مسبقا واختياريا بالنسبة للكميات الزائدة، وتكون أسعار الأوراق المالية في هذه الحال أعلى (أدنى) من أسعارها في السوق الباتة. والمشتري (البائع) يوازن بين الأسعار الباتة والأسعار الآجلة، بشرط الزيادة، وأسعار السوق في موعد التصفية محولا معرفة إمكانات الربح والخسارة.

د- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: في سوق الأوراق المالية، يُمنح المتعاملون بموجب شرط الانتقاء الحرية في تنفيذ الصفقات المستقبلية، سواء كانوا مشتريين أو بائعين، لكمية محددة من الأوراق المالية تم الاتفاق عليها مسبقًا. تتميز هذه العمليات بوجود سعرين مختلفين، ويُتاح للمتعامل اختيار الشراء بالسعر الذي يراه مناسبًا، إذا ما توقع حدوث

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تغير جوهرى في الأسعار، سواء بالارتفاع أو الانخفاض. من ناحية أخرى، يرى بائعو الأوراق المالية أن الأسعار ستظل ثابتة دون تغيرات كبيرة، متوقعين استقرار السوق.

هـ - **المراجحة والوضيعة:** في سوق الأوراق المالية، تعتبر عمليات المراجحة والوضيعة من الآليات الهامة التي تسهم في تسوية الصفقات. تتطلب هذه العمليات توافر سيولة نقدية كافية لدى المشتري لضمان الوفاء بالتزامات المالية المترتبة على الصفقات. ومن جهة أخرى، يجب الاحتفاظ بمجموعة من الأوراق المالية دون التصرف فيها حتى إتمام العقد. نظرًا للعبء الكبير الذي يتحمله المتعاملون، فإن أنظمة السوق تشمل عمليات آجلة توفر تسهيلات معينة تلبي احتياجات المضاربة. تسمح هذه العمليات بتأجيل تسوية الصفقات إلى موعد التصفية اللاحق، وهو ما يكون مفيداً عندما يتبين للمتعاملين أنهم غير قادرين على تنفيذ الصفقة بسبب تغيرات الأسعار التي لم تكن في حسابهم. و- **العمليات المركبة:** يلجأ المضاربون في سوق الأوراق المالية إلى القيام بعمليات مركبة من العمليات التي سبق ذكرها، ولا حصر للعمليات المركبة نظرياً، ولكن أكثر العمليات المركبة تعاملًا بها هي العمليات الأربع:

➤ شراء عاجل مقابل بيع بشرط التعويض (الخيار للمشتري).

➤ شراء بات مقابل بيع بشرط التعويض.

➤ شراء بشرط التعويض مقابل بيع بات.

➤ شراء بشرط التعويض مقابل بيع بشرط التعويض

بقي أن نشير إلى مسألة مهمة جداً، وهي أن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تنقسم إلى خمس مراحل هي:

➤ تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.

➤ ب تحديد مستوى الخطر الملائم.

➤ ج تقدير العائد والخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدة.

➤ د. تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.

➤ ... تقييم ما تم تحقيقه.

3. خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز الأوراق المالية بخصائص فريدة، حيث يحدث التداول بين الأموال والأدوات المالية، بمعنى أن المستثمر يقوم بدفع المال مقابل الحصول على صكوك تعبر عن أوراق مالية، لكنه لا يستلم في المقابل أصولاً مادية. ومن الملاحظ أن الصكوك المتداولة في الأسواق المالية تعبر عن حقوق ملكية أو التزامات مالية تجاه الشركات، مما يعني أن عملية شراء الأوراق المالية تنشئ علاقات اقتصادية ذات أهمية بالغة، تتمثل في:⁵⁰

أ- العلاقة التي تنشأ بين المستثمر والمؤسسة أو الشركة الصادرة للورقة المالية.

⁵⁰ - شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حبيش للنشر والترجمة، 2018 عمان - الأردن، ص- ص: 37 - 38.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

ب - العلاقة التي تربط بين المستثمرين فيما بينهم.

يجب النظر إلى عمليات تبادل الأوراق المالية في الأسواق ليس فقط كعملية تؤثر على البائع والمشتري، بل كحدث له تأثيرات متعددة تمتد إلى المؤسسات الاقتصادية الفاعلة والأفراد العاملين ضمنها. من الضروري إزاء، وضع مجموعة من القوانين التي تنظم سلوكيات المتعاملين بالأوراق المالية بشكل يحافظ على مصالح الأطراف ذات الصلة، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين. هذه القوانين ستساهم في تشكيل إطار سلوكي ملائم يبرز أهمية وخصائص العمليات المالية، حيث تتميز سوق الأوراق المالية بتنظيمها العالي مقارنةً بغيرها من الأسواق المالية، حيث يتم التعامل فيها من خلال وكلاء مختصين وتخضع لشروط وقيود محددة. تدير هذه السوق إدارات مستقلة تمتلك الصلاحيات اللازمة لتنظيم العمليات وتزويد المتعاملين بالمعلومات الأساسية. كما يشترط وجود سوق ثانوية لتداول الأوراق المالية المصدرة لضمان السيولة. يتم التداول في هذه السوق في بيئة تنافسية تسمح بتحديد الأسعار بناءً على العرض والطلب، ويتميز بالمرونة والاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات، مما يوسع نطاق السوق ليشمل أجزاء متعددة من العالم. يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية الحصول على معلومات سوقية دقيقة واتخاذ قرارات استثمارية حكيمة. ترتبط هذه السوق بالأوراق المالية طويلة الأجل وتلعب دوراً مهماً في تمويل المشروعات الإنتاجية. على الرغم من أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد ينطوي على مخاطر أكبر وسيولة أقل مقارنةً بالسوق النقدي، إلا أنه يوفر عائداً مرتفعاً نسبياً، مما يجعل المستثمرين يميلون إلى البحث عن الدخل أكثر من السيولة والمخاطرة.

4. تنظيم سوق الأوراق المالية (النظام الداخلي للسوق المالي والأطراف المتدخلة فيه)

لا بد من تنظيم السوق المالي ضماناً للسير الحسن للعمل في السوق المالي كان من الضروري تنظيم هذا الجهاز، ووضع خطة محكمة يسير عليها، عن طريق إنشاء هيئات ومختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة، وفق هيكل واضح.

1.4. النظام الداخلي للسوق المالي

يمكن معالجة النظام الداخلي للسوق من خلال استعراض الهيكل الموالي⁵¹:

1.4.1- الجمعية العامة: يجتمع مجموع الأعضاء العاملين والمنضمين في البورصة في جهاز يسمى بالجمعية العامة، يترأس هذه الجمعية رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وظيفتها المصادقة على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والنفقات، وللجمعية العامة الحق في إبداء آرائها خاصة إذا تعلق الأمر بتعديل اللوائح الداخلية، وتصدر قراراتها بأغلبية الأصوات.

4.1-2- لجنة البورصة: هي لجنة مختصة تضم عدة أشخاص يتم اختيارهم من بين السماسرة ومن قبل الدولة مهمتها ضمان السير الحسن لعمل البورصة، كما أنها تقوم بإصدار نشرة الأسعار في كل يوم عمل أو جلسة وتوزعها

⁵¹ - توابية الطاهر، مرجع سابق، ص- ص: 43- 45.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

في اليوم التالي، وتسقط العضوية عن كل شخص في لجنة البورصة يصدر ضده حكم بعقوبة الوقف أو الشطب أو الغرامة.

1.4-3- اللائحة الداخلية: وهي لجنة تحدد نظام العمل الداخلي في البورصة، ومن مهامها :

- طريقة العمل في المقصورة.
- مواعيد العمل وأيام العطل.
- الرسوم والاشتراكات.
- العمليات وجداول الأسعار.

4-1-4 المقصورة: هي مكان يبني في شكل مدرج، تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتلقاها السمسار من عميله، ويحرم قطعياً على الأفراد دخول المقصورة نظراً الدقة العمليات التي تتم بها، ولا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة .

4-1-5 هيئة التحكيم، وهي لجنة تختص بحل النزاعات القائمة بين مختلف الأعضاء في البورصة وتقوم أيضاً بتشكيل هيئة للتحكيم، لكن اللجوء إليها لا يتم إلا بموافقة الطرفين، تتألف هذه الهيئة من رئيس لجنة البورصة وأربعة أعضاء تختارهم اللجنة، وقرارات هيئة التحكيم غير قابلة للاستئناف.

4-1-6 مجلس التأديب: لم يهمل النظام الداخلي للسوق المالي الجانب التأديبي لبعض السماسرة المتلاعبين بمصالح عملائهم، لهذا تم إنشاء مجلس يسن عقوبات ردية لكل من ينحاز من السماسرة عن تطبيق القوانين السائدة في البورصة كلجوء البعض إلى الإخلال بقواعد السلوك، أو إخفاء حقيقة المركز المالي أو تقديم مستندات كاذبة، ومن بين العقوبات التي يفرضها مجلس التأديب نجد: الإنذار الغرامة الوقف والشطب والمتابعة القضائية إن اقتضت الضرورة

4-1-7 غرفة المقاصة: فيها يتم تسوية كافة العمليات المبرمة في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين من طرف نقابة السماسرة.

4-1-8 نقابة السماسرة: مشكلة من سماسرة منتخبين فيما بينهم، هدفها حماية مصالحهم والدفاع عن حقوقهم، ويدير النقابة لجنة منتخبة من طرف الجمعية العامة، تتألف من عدة أعضاء أهمهم رئيس ونائب رئيس أمين صندوق ومستشارين.

4-1-9 مندوب الحكومة: تتولى الحكومة مسؤولية الإشراف على جميع البورصات داخل الإقليم، وتقتضي هذه المسؤولية أن تقوم كل وزارة بتعيين مندوب واحد على الأقل للتأكد من الالتزام بالقوانين والأنظمة المعمول بها. يُطلب من هذا المندوب الحضور في جميع الاجتماعات التي تعقدها البورصة، سواء كانت اجتماعات الجمعية العامة أو جلسات لجنة البورصة أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم، وفي حال عدم حضوره، تُعتبر القرارات المتخذة غير

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

صحيحة. بالإضافة إلى ذلك، يحق للمندوب الاعتراض على أي قرار يخالف قوانين البورصة أو الأنظمة الخاصة بها أو القوانين الاقتصادية العامة للدولة.

2.4. الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

في سوق الأوراق المالية، يتم تحديد عدة أدوار لمختلف الأطراف المشاركة في عملية التداول. وفقاً لرأي مجموعة من الخبراء الاقتصاديين، يبرز ثلاثة متدخلين أساسيين في هذا السوق: المصدرون، الذين يقومون بإصدار الأوراق المالية؛ والمستثمرون، الذين يستثمرون أموالهم في شراء هذه الأوراق؛ والوسطاء الماليون أو السماسرة، الذين يلعبون دور الوسيط بين البائعين والمشتريين. بينما يعتقد البعض أن الوسطاء ليسوا من المتدخلين الأساسيين في السوق، بل يسهمون فقط في تسهيل وتنظيم عمليات التداول. فيما يلي، سنقوم بتوضيح الأدوار التي تلعبها هذه الأطراف في سوق الأوراق المالية أو ما يعرف بالبورصة.⁵²

1.1.2.1. الوسطاء الماليون : يُعتبر الوسطاء الماليون، والمعروفون أيضاً بسماسرة الأوراق المالية والمتعاونين معهم، عنصراً أساسياً لضمان صحة العمليات المالية. إذ لا يُقرّ القانون بصحة أي عملية تجاري في هذا السوق إلا إذا أُجريت من خلال سمسرة مُسجلين ضمن القائمة المعتمدة من قبل لجنة السوق المالية. هؤلاء السماسرة هم مجموعة من المتخصصين ذوي الخبرة والكفاءة في مجال الأوراق المالية، حيث يتقنون فنون التداول وجمع الكوبونات المالية، ويتحملون المسؤولية القانونية التي تتطلب منهم استيفاء شروط محددة قبل الانضمام للعمل ضمن هذا النظام المالي.

فالسمسار هو الشخص الذي يمتلك الخبرة والمهارة في مجال الأوراق المالية، حيث يتولى إجراء عمليات البيع والشراء لها، ويقوم بتنفيذ الطلبات في الأوقات المحددة نيابةً عن العملاء مقابل رسوم معينة يستحقها من كلا الطرفين، البائع والمشتري، ويحمل الوسيط المسؤولية الكاملة والضمان لأي عملية يقوم بها. في الأسواق المالية الأمريكية والبريطانية، يتم تصنيف الوسطاء إلى فئتين رئيسيتين: الفئة الأولى تشمل الوسطاء الذين يتلقون طلبات المتعاملين وينفذونها بالنيابة عنهم مقابل عمولة تحددها الهيئات المالية، وتُعرف هذه الفئة بالوسطاء أو Brokers، بينما تتألف الفئة الثانية من الوسطاء الذين يتاجرون بالأوراق المالية لحسابهم الشخصي، وتُعرف هذه الفئة بالمتعاملين أو Dealers.

وتتعدد وظائف وسطاء سوق الأوراق المالية، حيث لا يقتصر دورهم على التداول في الأوراق المالية فحسب، بل يمتد ليشمل إجراء البحوث والتحليلات المالية، وتقديم المشورة للمستثمرين، مما يساهم في تعزيز نشاط السوق وتوفير المعلومات الضرورية للمستثمرين. يعمل الوسطاء كجسر يربط بين المستثمرين والفرص الاستثمارية المتنوعة،

⁵² - بسبع عبد القادر، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، الجزائر، 2017 - 2018،

ص-ص: 18 - 22. <https://www.univ-sba.dz/fsecg/wp-content/uploads/2021/11/%D9%85%D8%AD%D8%A7%D8%B6%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9.pdf>

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

التي تتراوح بين المئات وربما الآلاف، كل منها بخصائص ومخاطر وعوائد متفاوتة. ومن مسؤولياتهم الرئيسية، مساعدة المستثمرين في تشكيل محافظ مالية متنوعة تلي أهدافهم الاستثمارية المحددة.

3. 2. الجمهور: يشكل الأفراد الذين يضعون أموالهم في سوق الأوراق المالية جمهور المستثمرين، وهم يقومون بذلك إما بشكل مباشر أو عبر الاستثمار في الصناديق الجماعية. منذ أواخر القرن العشرين، شهدنا نموًا ملحوظًا في أعداد هؤلاء الأفراد، نتيجة لعمليات الخصخصة وسياسات نقل ملكية الاستثمارات من الحكومات إلى القطاع الخاص، التي انتهجتها دول أوروبا في تلك الفترة. وقد أسهمت الإعفاءات الضريبية أيضًا في تعزيز الادخار المالي وزيادة عدد المستثمرين، بالإضافة إلى تحفيز العمال على شراء أسهم في الشركات التي يعملون بها، مما عزز من ثقافة الاستثمار في الأسهم.

4. 3. المستثمرون والمؤسسون: تُصنف المؤسسات المالية إلى ثلاث فئات رئيسية، تتمثل الأولى في مؤسسات القرض التي تشمل البنك المركزي والبنوك التجارية، والثانية تضم مؤسسات الادخار كمؤسسات التأمين على الحياة وصناديق التقاعد، أما الثالثة فهي مؤسسات الإيداع أو شركات الاستثمار التي تشتمل على صناديق الاستثمار الجماعي والمؤسسات المالية الأخرى. تُعد هذه المؤسسات من العناصر الفاعلة والمؤثرة في أسواق الأوراق المالية الأوروبية والأمريكية، نظرًا لما توفره من تدفقات ادخارية نحو هذه الأسواق. تتميز هذه المجموعة بتوفيرها لرؤوس الأموال الضرورية للسوق على المدى الطويل، بفضل استقرارها وثباتها في القدرات الادخارية والاستثمارية. وبالتالي، يُسهم المستثمرون المؤسسون بشكل ملحوظ في إنعاش سوق الأوراق المالية، حيث يعيدون ضخ الادخارات الكبيرة في الاقتصاد.

4.4. الشركات الصناعية والتجارية: تشكل الشركات الصناعية والتجارية عناصر فاعلة في سوق الأوراق المالية، حيث تسعى للانخراط في هذا السوق بغية جمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية الطموحة أو لتوسيع نطاق عملياتها. وتتم هذه العملية من خلال طرح الأسهم والسندات للحصول على تمويل يمتد لفترات متوسطة أو طويلة الأمد. ولكي تتمكن هذه الشركات من الاستفادة من التمويل عبر سوق الأوراق المالية، يجب أن تكون مسجلة فيه، أو تسعى للدخول إليه إذا لم تكن كذلك. وتتطلب عملية التسجيل في السوق مجموعة من الشروط المالية والقانونية التي تختلف باختلاف الدول والأسواق المالية داخل الدولة الواحدة.

للشركات الراغبة في دخول سوق الأوراق المالية، يجب أن تكون ذات شكل قانوني محدد كشركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، وأن تفتح جزءًا من رأس المال الاجتماعي للمساهمين بنسبة 20% إلى 25%. كما يجب أن تكون الشركة قد تأسست ونشطت لأكثر من ثلاث سنوات، وحققت أرباحًا في السنتين الأخيرتين مع توزيع الأرباح. يتطلب الإدراج تكوين ملف دخول يشتمل على القانون الأساسي للشركة وعرض نشاطها وتوقعاتها المستقبلية، بالإضافة إلى تقديم القوائم المالية لآخر ثلاث سنوات معتمدة من محافظ الحسابات.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

5.4. الدولة: تُعد الحكومة أحد الفاعلين الرئيسيين في سوق السندات المالية، حيث تصدر مختلف أنواع السندات لسد النقص في الموازنة العامة أو لتمويل مشروعات التنمية الكبرى، وبالأخص تلك التي تحمل بُعداً اجتماعياً، كما تهدف من خلال هذه الإصدارات إلى ضبط مستويات التضخم.

4. 6. الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق: تشكل الهيئات الرقابية والإدارية أساس سوق الأوراق المالية، حيث تعمل على الإشراف والتحكم في ألياتها. تتألف لجنة الإشراف من سلطة مستقلة ذات شخصية معنوية، مهمتها الأساسية تتمثل في حماية الاستثمارات المالية وضمان نزاهة السوق وفعاليتها. من جهة أخرى، تعتبر شركة إدارة سوق الأوراق المالية كياناً مساهماً، يتألف من وسطاء يحتكرون حق التداول بالأوراق المالية نيابةً عن عملائهم أو لمصلحتهم الخاصة، وتلتزم هذه الشركة بتيسير التعاملات بين الوسطاء وتعزيز الثقة في السوق. تتنوع الأطراف المشاركة في البورصة، من الأفراد الذين يدخرون جزءاً من دخلهم إلى المؤسسات الاستثمارية الكبرى، بما في ذلك البنوك والشركات الضخمة، وصولاً إلى الحكومات التي تتدخل في الأسواق المالية لتمويل مشاريعها، حيث تتنافس جميع هذه الأطراف لتحقيق أهدافها المالية، سواء بالبحث عن التمويل أو توفيره.

5. إجراءات وقواعد التعامل في أسواق التداول

تختلف الإجراءات التنظيمية لاسواق تداول الأوراق المالية من بلد الى اخر، كما يختلف تنظيم السوق الحاضرة عن السوق المستقبلية، وان كانت جميعها تتفق في ان التعامل في السوق يجب ان يتم وفق قواعد واجراءات تنظيمية تحقق ما تصبو اليه أسواق التداول من المتاجرة في الأوراق المالية، وتسجيل عملياتها و تسوية صفقاتها، وفيما يلي سيتم التعرض لقواعد التعامل في السوق الحاضرة⁵³.

اولاً: سمسرة الأوراق المالية : من الأمور المشتركة في البورصات أن التداول في قاعات هذه الأسواق يتم دائماً من خلال سمسرة مرخصين يقومون بدور الوساطة بين المستثمرين وسوق الأوراق المالية، فكل مستثمر يرغب في البيع أو الشراء للأوراق المالية يختار سمساراً ليقوم نيابة عنه بتنفيذ أوامر البيع أو الشراء للأوراق المالية مقابل عمولة تحدد إطارها القوانين والتنظيمات المعمول بها في البورصة. وتشترط قواعد وقوانين البورصات أن يتمتع السمسار بالسمعة الطيبة والخبرة والقدرة المالية، وعدم إتباعه سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معه أو الإخلال بحقوقهم . وفي الولايات المتحدة الأمريكية يوجد عدة أنواع من السمسرة نوجزها فيما يلي :

■ السمسار الوكيل **Commission Broker** : ويعمل كوكيل الأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجراً يجري صفقات العملاء بموجب الأسعار السائدة.

■ سمسار الصالة **Floor Broker** : ويطلق عليه سمسار السمسرة حيث يقدم الخدمة لمن يطلبها، ولا يعمل لحساب بيت سمسرة بعينه، فهو يبيع ويشترى لحساب سمسرة آخرين مقابل عمولة .

53 - محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018، ص -ص: 23-34.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

▪ تاجر الصالة Floor Trader : ويطلق عليه المضارب Speculator كما قد يطلق عليه التاجر المسجل Trader Registered وهو لا ينفذ عمليات لحساب الجمهور أو السماسرة بل يبيع ويشترى لحساب نفسه فقط منتهزا الفرص السانحة في السوق على أمل تحقيق ربح.

▪ المتخصص Specialist : ويتخصص في التعامل في ورقه مالية معينه دون غيرها، ويجمع نشاطه بين السمسرة والاتجار فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات السماسرة آخرين مقابل عمولة، كما يشبه التاجر في أنه يتاجر لحسابه يبعًا وشراء بهدف تحقيق الربح. ويعمل المتخصص بطريقة تعمل على إبقاء السوق في حالة أداء منضبط ومنتظم ومستمر من خلال إحداث التوافق بين البائعين والمشتريين وإذا لزم الأمر القيام بالبيع والشراء للمحافظة على الحركة المنتظمة للسوق، فهو في الحقيقة صانع سوق Market Maker .

▪ تاجر الطلبات الصغيرة Odd-Lot Dealer : ويقوم بشراء الأوراق المالية بكميات غير كسرية (100 سهم أو مضاعفاتهما) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات كسرية (أقل من 100 سهم)، محققًا هامش من الربح ممثلًا في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. ومن الجدير بالذكر أن الكميات غير الكسرية في السوق المصري (25 سهم أو مضاعفاتهما) .

ودور السمسار بالنسبة للعميل قد يقتصر على تنفيذ الصفقة، وأحيانًا قد يمتد دوره إلى تزويد العملاء بالتقارير والدراسات والمعلومات التي تساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناء على حركة السوق والتحليل المالي لأوضاع الشركات المختلفة.

ثانياً : أوامر البورصة : يقوم العملاء بإصدار تعليمات وأوامر للسماسرة، سواء للشراء أو البيع، وهذا يتطلب من العميل فهم دقيق لمعاني هذه الأوامر لضمان الوضوح والتخلص من أي التباس. تُنفذ هذه الأوامر بكفاءة عالية من قبل السمسار، ويمكن إرسالها بطرق متعددة كالكتابة، الأمر الشفهي، المكالمات الهاتفية، الفاكس، أو عبر الحاسب الآلي. ويمكن تقسيم الأوامر وفق لما يلي:

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ Price Limit of Orders : وفيها يكون السعر يُعتبر السعر الذي يُقرره العميل معيارًا أساسيًا لإتمام الصفقة أو إلغائها. هذه الأوامر تتفرع إلى فئتين رئيسيتين بحسب خصائصها وطبيعتها:

▪ أمر السوق Market Order : يُعد أمر السوق من الأوامر الرئيسية في مجال التداول، حيث يُطلب من خلاله العميل من الوسيط إجراء الصفقة بأسرع وقت ممكن وبأنسب سعر متاح عند إصدار الأمر. يتطلب هذا من الوسيط مهارات فائقة لضمان تحقيق أفضل سعر ممكن للعميل، مما يوفر ميزة السرعة ويضمن إتمام الصفقة. ولكن، قد يواجه المستثمر تحديًا كونه لا يستطيع معرفة السعر النهائي للتنفيذ إلا بعد إتمام العملية، ويتوجب عليه التسليم بالسعر الراهن في السوق.

▪ الأمر المحدد Limited Order : في الأمر المحدد، يقوم العميل بتحديد سعر معين لعملية الشراء أو البيع، ويتوجب على السمسار الانتظار حتى يتطابق سعر السهم في السوق مع السعر المحدد أو يقل

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

عنه في حالة الشراء، أو يزيد عنه في حالة البيع. يستطيع المستثمر تحديد فترة زمنية كحد أقصى لتنفيذ الأمر، وتكمن الميزة الرئيسية لهذا النوع من الأوامر في أن المستثمر يضمن مسبقاً القيمة القصوى التي سيدفعها أو الدنيا التي سيحصل عليها. ومع ذلك، تظل العيب الأبرز هو احتمالية عدم تحقق سعر السوق للسعر المحدد، مما قد يؤدي إلى عدم تنفيذ الصفقة، لذا يُفضل أن يمنح العميل السمسار درجة من المرونة ليتمكن من التحرك ضمن نطاق السعر المحدد.

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ **Time Limit of Orders** فيها يعتبر الوقت هو المعيار الأساسي لتحديد ما إذا كان سيتم تنفيذ الأمر أم لا. هذا النوع من الأوامر يتطلب دقة في التوقيت لضمان الفعالية والكفاءة في العمليات. و تنقسم هذه الأوامر بطبيعتها إلى:

■ أمر محدد بيوم **Day Order**: يُعرف بأنه الأمر الذي يبقى نافذاً خلال الساعات المتبقية من اليوم، فإذا استلم الوسيط الأمر في العاشرة صباحاً، يستمر صلاحيته حتى نهاية ساعات العمل في البورصة لذلك اليوم. عادةً ما يُفهم الأمر على أنه ليوم واحد إلا إذا تم التصريح خلاف ذلك بوضوح. أمر السوق، بطبيعته، يُعتبر أمراً يومياً طالما أنه لا يُحدد سعراً معيناً للتنفيذ. ومن الجدير بالذكر أن هذا النوع من الأوامر يتميز بأنه يتأثر بتقلبات السوق والظروف الاقتصادية والصناعية والشركات، التي قد تتغير من لحظة لأخرى، مما يعني أن ما يكون مناسباً للمستثمر في يوم معين قد لا يكون كذلك في اليوم التالي.

■ أمر محدد بأسبوع أو شهر **Week or Month Order** يُعرف بأنه الأمر الذي يُلغى تلقائياً في نهاية الأسبوع أو الشهر الذي تم إصداره فيه. على سبيل المثال، إذا تم إصدار أمر يوم الاثنين، فإنه يظل نافذاً حتى نهاية يوم الخميس في البورصة المصرية، وحتى يوم الجمعة في بورصة نيويورك. وبالمثل، إذا كان الأمر شهرياً وأصدر في الثاني عشر من أبريل، فإن صلاحيته تنتهي مع آخر يوم في الشهر، وهو الثلاثون من أبريل. يمكن أن تمتد صلاحية الأمر لفترة أطول، مثل شهرين أو ثلاثة أشهر أو أكثر، وقد يصبح في النهاية أمراً مفتوحاً لا يحدد بفترة زمنية معينة.

■ أمر مفتوح **Open Order**: وهو تعليمة استثمارية تظل قائمة حتى يتم تنفيذها أو يختار المستثمر إلغائها. واحدة من مساوئ هذا النوع من الأوامر هي أن المدة الطويلة التي قد تمر قبل تنفيذها قد تؤدي إلى نسيان المستثمر لها، وقد لا يكون التوقيت مناسباً عندما يذكره الوسيط بوجودها. بالإضافة إلى ذلك، قد تصل إلى السوق معلومات إيجابية عن الشركة المصدرة للورقة المالية، مما يجعل الوسيط يعطي الأولوية لأوامر البيع المحددة، مما قد يحرم الأوامر

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

المفتوحة من فرصة التنفيذ. وفي حال وصول معلومات تُشير إلى انخفاض قيمة الورقة المالية،

فإن أوامر الشراء المحددة ستستفيد، بينما قد لا تجد الأوامر المفتوحة فرصة للتنفيذ.

ت- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ : هي أوامر قد تكون محددة لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة أو مفتوحة بسعر محدد وتنقسم هذه الأوامر إلى :

- أمر محدد للسعر خلال فترة معينة: يُعرف الأمر المحدد بسعر خلال زمن معين بأنه تعليمة تُحدد فيها قيمة التنفيذ المطلوبة، مع شرط إنجاز العملية ضمن إطار زمني محدد، سواء كان ذلك ليوم واحد أو لشهر أو لمدة أطول. هذا النوع من الأوامر يجمع بين فوائد الأوامر المحددة بسعر معين والأوامر التي تُحدد بثمن معين.
- أمر مفتوح في حدود سعر معين : الأمر المفتوح ضمن سعر محدد يعتبر أمراً لا يقيد بزمن معين للتنفيذ، ولكنه يتطلب إتمام الصفقة عندما يتطابق سعر السوق مع السعر الذي يحدده المستثمر أو يكون أفضل منه. هذا النوع من الأوامر يفضله المستثمرون الذين يثقون بأن الوقت الكافي سيضمن تحقيق الشروط المرجوة. ومع ذلك، يعاب عليه أنه في حالة تحديد سعر أعلى بقليل للشراء أو أقل للبيع من السعر المطلوب، فإن الأمر لن يتم تنفيذه إطلاقاً.

ث- الإيقاف والتصرف (الأوامر الخاصة) :

- أمر الإيقاف **Stop Order** هو أمر لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعده، وتنقسم أوامر الإيقاف إلى نوعين :

- يُعد أمر الإيقاف المتعلق بالبيع، المعروف بـ "أمر وقف الخسارة"، ضرورياً لضمان تنفيذ عملية البيع من قبل الوسيط عندما يصل سعر السهم إلى مستوى معين أو يقل عنه. على سبيل المثال، إذا كان المستثمر يمتلك أسهماً اشتراها بسعر 50 جنيهاً للسهم والسعر الحالي في السوق هو 60 جنيهاً، ويخشى من تراجع حاد في الأسعار، فيمكنه إصدار أمر بالبيع عندما ينخفض السعر إلى 55 جنيهاً. وفي حال عدم قدرة الوسيط على إتمام الصفقة بهذا السعر واستمرار انخفاض الأسعار، يبقى ملزماً بتنفيذ الأمر بأي سعر ممكن. وبذلك، يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوقي فور وصول سعر السهم إلى الحد الذي حدده العميل، إذ يُمكن للوسيط تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد أو بسعر أقل.

- يُعتبر أمر الإيقاف المتعلق بالشراء آلية يستخدمها السماسر لشراء الأسهم عندما يصل سعرها إلى مستوى محدد أو يتجاوزه. إذا كانت التوقعات تنبئ بمستقبل واعد لسهم معين ولكن المستثمر متردد، يمكنه إصدار هذا الأمر بحيث يتم الشراء إذا ارتفع سعر السهم إلى 52 ديناراً أو أكثر. يتحول أمر الإيقاف هذا إلى أمر سوق عند تنفيذه، مع العلم أن سعر الإيقاف للبيع يُحدد دائماً أقل من سعر السوق، بينما يُحدد سعر الإيقاف للشراء أعلى منه.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

وتعتبر أوامر الإيقاف سواء كانت للبيع أو الشراء أداة للحد من تضاؤل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن ينجي بها العميل، وتعفي العميل من ملاحظة حركة السوق طوال اليوم حماية لنفسه، إلا أنه يؤخذ على هذه الأوامر أنه إذا كان السعر المحدد قريباً . ر السوق فإن تغيراً مؤقتاً في السعر يعني تنفيذ الأمر. مما يلحق الضرر بالمستثمر بدلاً من حماية مصالحه، أما إذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً. كذلك فإنه طالما أمر الإيقاف يتحول إلى أمر سوق بعد أن يتعدى سعر السوق السعر المحدد في الأمر فإن الأمر قد ينفذ عند سعر قد لا يكون مقبولاً للمستثمر خاصة إذا ما كانت التغيرات السعرية سريعة ومتلاحقة.

وعادة ما تضع البورصة قاعدة تقضي بإعطاء أولوية التنفيذ لأوامر الإيقاف وفقاً للمستوى السعري الذي تحمله. بمعنى أن أوامر الإيقاف ذات سعر ما تنفذ أولاً، يليها الأوامر التي تحمل المستوى التالي للسعر وفي حالة وجود تأثير سلبي الأوامر الإيقاف المجمعة على سعر ورقة معينة، فإنه يمكن لإدارة البورصة إيقاف التعامل بهذا النوع من الأوامر.

■ أمر الإيقاف المحدد Stop – Limit Order يُعد آلية يحدد من خلالها المستثمر أقل سعر للبيع أو أعلى سعر للشراء، ولا يُنفذ الأمر إلا في حال توافر هذا السعر أو سعر أفضل. تهدف هذه الأوامر إلى التقليل من عدم اليقين المتعلق بسعر تنفيذ الصفقات. ومع ذلك، تكمن المخاطر في أن تقلبات السوق قد تمنع الوسيط من تنفيذ الأمر بالسعر المطلوب، خاصةً إذا استمرت الأسعار في التحرك بعكس توقعات المستثمر، مما قد يؤدي إلى تقليل القيمة السوقية للاستثمارات.

■ في أمر حرية التصرف، يمنح العميل الوسيط الصلاحية لعقد الصفقات وفق تقديره، حيث يمكن أن تكون صلاحيات الوسيط مطلقة في اختيار نوع الورقة المالية والسعر ونوع العملية سواء كانت شراءً أو بيعاً، إضافةً إلى تحديد توقيت التنفيذ. بينما قد تكون هذه الصلاحيات محدودة بتوقيت التنفيذ والسعر فقط. هذا النوع من الأوامر يُفضل من قبل العملاء الذين يثقون تماماً في كفاءة الوسيط وأمانته، ويوفر له مرونة كبيرة في استغلال الفرص المناسبة دون الحاجة لتوجيهات محددة من العميل، وهو ما يتناسب مع العملاء الغائبين عن المتابعة المستمرة للسوق لأسباب مختلفة كالسفر أو الإجازات أو الظروف الصحية.

ويعكس الواقع العملي إلي أن هذا النوع من الأوامر نادر الحدوث حيث لا يرحب الكثير من السماسرة بذلك لأنه يزيد من عبء العمل الواقع عليهم، وخشيتهم من أن تنفيذ بعض هذه الأوامر قد لا تأتي بنتائج مرضية للعملاء، إضافة إلى أن العملاء لا يرغبون في اللجوء لذلك لما يترتب على هذه الأوامر من صعوبة معرفة مراكزهم المالية مع السمسار نتيجة للتذبذب الـ في أرصدة حساباتهم.

تُنظم أوامر العملاء وتُنفذ العمليات بناءً على تفضيل السعر، حيث يُعطى السعر المميز الأولوية في الترتيب والتنفيذ. وعند تساوي الأوامر في السعر، يُعتمد توقيت الإدخال لتحديد الأسبقية. بينما تُعامل الأوامر ذات الشروط الخاصة بأولوية أدنى مقارنةً بالأوامر العادية التي لا تحمل شروطاً خاصة.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

ثالثا : تنفيذ وتسوية الصفقات : في سوق الأوراق المالية، تتم معالجة طلبات العملاء عبر تطابق العروض والطلبات. على سبيل المثال، في بورصة نيويورك، يقدم العميل طلبه للسمسار أو المدير التنفيذي لشركة الوساطة، لشراء أو بيع أسهم محددة. يتم تسجيل هذا الطلب وإرساله إلى إدارة الأوامر بالشركة، التي تقوم بدورها بنقله إلى البورصة. هناك، يتلقى السمسار المعلومات ويعمل على تنفيذ الطلب مع المتخصصين في تلك الأسهم. بعد إتمام الصفقة، يتم إرسال تقرير إلى الإدارة التجارية، التي تعيد إرساله إلى المدير التنفيذي لإبلاغ العميل. تقوم شركة الوساطة أيضًا بالتحقق من وجود الأوراق المالية وكفاية الرصيد النقدي للعميل قبل البيع أو الشراء، وتبلغ العميل بتفاصيل الصفقة في اليوم التالي لتنفيذها. هذه العملية تضمن سير العمليات بكفاءة وفعالية، مع الحفاظ على الشفافية والدقة في تنفيذ الأوامر.

تتم عملية تسليم الأوراق المالية واستلام الأموال بعد يومين عمل للأسهم ذات الحدود السعرية المرفوعة، وثلاثة أيام للأسهم المحفوظة إلكترونياً، وأربعة أيام للأوراق المتداولة كشهادات وصكوك. وفي سوق الأوامر، تُطبق قواعد الأولوية كما في نظام التداول الداخلي، حيث تُدخل أوامر البيع والشراء عبر شاشات خاصة بشركات السمسرة، ويتم التنفيذ من خلال برنامج OTC، المخصص للأوراق المالية السائلة وغير المقيدة بقواعد الإفصاح البورصية.

وفي سوق نقل الملكية يتم الإعلان عن العمليات التي يتم الاتفاق بين أطرافها على نقل الملكية والبيع والشراء، ولا يشترط أن يتم ذلك بواسطة شركات السمسرة، حيث يتم إدخال أوامر البيع والشراء من خلال موظفي إدارة (خارج المقصورة) بالبورصة، وتقوم البورصة بالإعلان عن تلك العمليات بعد تنفيذها. علماً بأن شركات السمسرة تلتزم قبل تنفيذ أي عملية في هذا السوق بموافاة البورصة ببعض المستندات مثل : السجل التجاري للشركة المزمع التداول على أسهمها، النظام الأساسي لها، وأية عقود تم إبرامها بين البائع والمشتري والكمية والسعر المطلوب التداول عليهم ... الخ.

هذا ولا تلتزم الشركات المتداولة في السوق خارج المقصورة بقواعد القيد والإفصاح المعمول بها في البورصة، وبالتالي لا تعتبر البورصة مسؤولة عن نشر أية أخبار أو معلومات خاصة بتلك الشركات.

رابعا : سداد قيمة الصفقات : يمكن هنا التفرقة بين أسلوبين لسداد قيمة الصفقات في البورصة : الأول : الأسلوب النقدي الكلي : وفيه يقوم العميل بسداد قيمة مشترواته نقدا وكذلك الحصول على قيمة مبيعاته نقدا.

الثاني : الأسلوب النقدي الجزئي : ويقوم على فكرة الرفع المالي أي الاقتراض ويتخذ أحد شكلين :

- الشراء بالهامش Margin Buying وفيه يقوم العميل بتمويل جزء من مشترياته نقدا بينما

يسدد الباقي بضمان الأوراق محل الصفقة، وتستخدم قيمة المدفوعات النقدية هامش مبدئي

Initial Margin لصفقة الشراء. وفي ظل هذا النوع من المعاملات يفتح العميل حسابا

للهامش لدى بيت السمسرة، ويمقتضي اتفاق خاص يقوم السمسار بالحصول على قرض من

البنك لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش على أن توضع الأوراق محل

الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض، كما يتم تسجيل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة وليس

باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه . وعادة ما يحدد البنك المركزي نسبة الهامش، ويجوز

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

لإدارة السوق زيادتها، كما يمكن لبيت السمسرة أن يطلب نسبة تفوق النسبة التي حددتها إدارة السوق.

- البيع على المكشوف : وفيه يتم بيع أوراق مالية لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مقترضة من سمساره، ثم تشتري هذه الأوراق فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها، وهذا النوع المعاملات مرهون بتوقع البائع - وغالبا ما يكون مضاربا - انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة. وإذا حدث العكس واتجهت الأسعار للارتفاع واقترب موعد التسليم فإن ذلك . من شأنه أن يعرض المستثمر لخسائر فادحة لا يقوى عليها المستثمر العادي.

خامسا : مؤشرات البورصة : تعكس مؤشرات البورصة مستويات الأسعار في السوق، وفي حال كانت السوق فعالة، فإن المؤشر المعد بدقة لرصد الحالة الشاملة للسوق قد يعطي صورة دقيقة عن الوضع الاقتصادي للبلاد. هناك فئتان رئيسيتان من المؤشرات: الأولى تشمل المؤشرات العامة مثل مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر ستاندرد آند بورز ومؤشر CASE 30، والثانية تضم المؤشرات الخاصة بقطاعات محددة كمؤشر داو جونز للنقل ومؤشر ستاندرد آند بورز للخدمات العامة التي تشمل الكهرباء والماء والهاتف وغيرها.

سادسا : التسعير في سوق الأوراق المالية (البورصة): في ساحة البورصة، يُعرف التسعير بأنه تحديد قيمة الورقة المالية خلال جلسة تداول معينة، حيث يُسجل هذا السعر على لوحة التسعير عقب اختتام الجلسة. وينشأ هذا السعر نتيجة لتفاعل قوى العرض والطلب في السوق، مما يؤدي إلى تحديده بشكل دقيق، و يمكن التمييز بين عدة طرائق لتحديد السعر للأوراق المالية، أهمها⁵⁴:

- التسعير بالمناداة : يتجمع الوسطاء في قاعة البورصة، يعلنون عن عروضهم وطلباتهم بصوت عالٍ، مستخدمين إشارات اليد للتواصل، حيث يشيرون بالساعد أفقيًا نحو الجسم للإشارة إلى الشراء، ورأسياً للبيع.

- التسعير بالادراج: تُوزع الأسهم على الوسطاء المتخصصين في أسهم محددة، ويتم تجميع الأوامر المتعلقة بسهم معين في درج الوسيط المختص الذي يحدد السعر بطريقة مشاهمة للتسعير عبر المناداة.

- التسعير بالاعتراض أو المقارنة: يُسجل في دفتر خاص لكل ورقة مالية العروض والطلبات، وتُظهر هذه التسجيلات حجم الأوراق المالية المطلوب بيعها أو شراؤها ونطاق الأسعار المقترحة، بواسطة وسيط متخصص.


⁵⁴ - قيصر عبد لكريم الهيتي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، (البورصات)، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا ، 2006 ، ص - ص: 241 - 242.

الفصل الرابع: الاستثمار في سوق الأوراق المالية

- التسعير بالصندوق: تُستخدم هذه الطريقة عند وجود عدد كبير من العروض والطلبات، حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، ومن ثم تحدد لجنة البورصة الأسعار بناءً على متوسط هذه العروض والطلبات.
- التسعير بالمطابقة: يحدث عندما يستقبل وسيط أمرين متقابلين، أحدهما للبيع والآخر للشراء، لكن هذه الطريقة ممنوعة في العديد من الأسواق.
- التسعير بالنسبة المئوية: تُعرض الأسعار في هذه الطريقة على جدول التسعير المئوي بناءً على القيمة الاسمية للسهم، مخصوفاً منها قيمة الجزء المعروف من القسيمة منذ آخر اقتطاع.

أسئلة التقويم الذاتي

- ما هي ميكانيزمات العمل في السوق المالي؟
- ما المقصود بعناصر السوق المالي؟
- هل للسوق المالي تنظيم وهيكل يختلف عن باقي الأسواق، وضح ذلك وكيف يتم الاستثمار على مستوى هذا السوق؟



الفصل الخامس: الأدوات
المتداولة في سوق الأوراق المالية
(أنواع الأوراق المالية)

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

الأوراق المالية هي أدوات أو أصول تُشكل جوهر عمليات البيع والشراء في أسواق المال، وتُعد مستندات تُثبت إما حقوق ملكية أو ديون تُعزز من حقوق المستثمرين. يُشترط للمؤسسات المسجلة في سوق الأوراق المالية إصدار صكوك تجارية قابلة للتداول، وهذا ينطبق على شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم. تُعرف الأوراق المالية بأنها الأسهم والسندات المتداولة التي تتراوح مددها بين المتوسطة والطويلة، بينما تتميز الأوراق التجارية بسيولتها وتُستخدم في الأنشطة التجارية وتُداول في السوق النقدي. و يمكن توضيح أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق السوق المالي من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 9: أقسام السوق المالية وأهم أدوات التداول



المصدر: قيصر عبد لكريم الهبتي، مرجع سابق، ص: 22.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

تُعرف الأوراق المالية بأنها وثائق أو شهادات تمنح الشخص الذي يحملها حق الحصول على دخل معين، سواء كان هذا الدخل محددًا مسبقًا أو غير محدد. كما تكفل هذه الأوراق لمالكها الحق في استعادة قيمتها الأساسية أو الاسمية عند انتهاء فترة محددة، أو الحق في الحصول على نصيب من الأصول المالية التي تقابلها في حالات خاصة. بالإضافة إلى ذلك، تمنح الأوراق المالية لمالكها الحق في التصرف بها من خلال البيع والشراء في أي وقت، وهي تُعتبر مستندات تُقر بحق المالك في تلقي تدفقات نقدية في المستقبل.⁵⁵

1. الأسهم

تعد الأسهم في شركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم من أهم الأوراق المالية، لما تمثله من حصة في رأس مال الشركة تعطي للمساهم مجموعة من الحقوق وتفرض عليه العديد من الالتزامات، وتتميز الأسهم بعدة خصائص كالتساوي في القيمة وعدم القابلية للتجزئة، وقابلية السهم للتداول، وتحدد المسؤولية بقدر قيمة السهم. ويعرف السهم تبعاً لمعجم المصطلحات الاقتصادية والإسلامية على أنه: جزء من رأس مال الشركة، يعطي لصاحبه الحق في حصة من الأرباح التي تحققها الشركة وتوافق الجمعية العمومية للمساهمين على توزيعها.⁵⁶

يُعتبر السهم مستنداً يُظهر ملكية نصيب في شركة ما، ويُقر بحق صاحبه في الشراكة والمشاركة في رأسمالها. يمنح السهم صاحبه عدة حقوق كونه شريكاً، منها الحق في تلقي جزء من الأرباح إذا كانت الشركة رابحة، والحق في المشاركة في الجمعية العمومية والتصويت، بالإضافة إلى الحق في الحصول على نصيب من أصول الشركة عند التصفية، مع مراعاة أولوية الدائنين الآخرين. يتميز السهم بإمكانية تداوله في الأسواق التجارية، ويُصدر بقيمة اسمية تعكس المبلغ الذي ساهم به المساهم في الشركة، وعند تداوله، يُتداول بقيمته السوقية.⁵⁷

والسهم عبارة عن شهادة ملكية لجزء من الراسمال الاجتماعي في إحدى الشركات ويطلق على مالكي الأسهم حاملي اسهم ويتحدد راسمال الشركة ذات المساهمة من عدد الأسهم.⁵⁸ ويعرف المشرع الجزائري السهم من خلال المواد 715 مكرر 61- 72 من القانون التجاري على أنه: سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها.

بالتالي يعرف السهم على ببساطة على أنه: حقوق ملكية على الشركة المصدرة له حيث يمثل مستند يمثل حصصاً متساوية في ملكية رأس مال الشركة وذلك عينا أو نقداً، قابل للتداول، له عائد متغير من خلال توزيعات الأرباح المحققة بالإضافة إلى القيمة الاسمية له، وفي حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة.

55 - أزهري الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2017، ص: 19.

56 - خالد عبد العزيز بغدادى، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها: دراسة مقارنة، مكتبة الاقتصاد والقانون، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012، ص: 31.

57 - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص: 23.

58 - فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 63.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

- يُعد تداول الأسهم إجراءً قانونيًا يُمكن من نقل الحقوق والمسؤوليات المرتبطة بالسهم من فرد إلى آخر، وذلك ضمن إطار الشروط والضوابط القانونية المعمول بها.⁵⁹
- والأسهم هي بمثابة وسيلة لتأسيس أو زيادة رأس مال الشركة عند الحاجة إلى التمويل، ويتميز كل سهم بعدة قيم يتم توضيحها كالاتي:⁶⁰:
- القيمة الاسمية للسهم، وهي القيمة المعلنة عند إصدار السهم، وتُحسب بتقسيم رأس مال الشركة المعلن في الميزانية العمومية على إجمالي عدد الأسهم المصدره.
 - القيمة الدفترية أو المحاسبية للسهم، وهي تُحدد بناءً على تقسيم حقوق الملكية على العدد الكلي للأسهم، وتُعبّر عن القيمة المسجلة في قائمة المركز المالي للشركة.
 - القيمة السوقية للسهم، وهي القيمة التي يُتداول بها السهم في السوق المالية، وتتحدد بناءً على عوامل العرض والطلب، وقد تزيد أو تنقص عن القيمة الدفترية أو الاسمية، وغالبًا ما ترتفع إذا كانت الشركة تُحقق أداءً جيدًا وأرباحًا.
 - القيمة العادلة للسهم، وهي تُمثل السعر المفترض للسهم في السوق، وتُقدر بناءً على توقعات العوائد المستقبلية لأصول الشركة.
 - قيمة التصفية للسهم، وتُعبّر عن القيمة الصافية للتصفية، وتُحسب بناءً على الفرق بين القيمة السوقية للأصول والالتزامات والمستحقات مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدره.⁶¹

1.1. أنواع الأسهم

- هناك أنواع مختلفة للأسهم تبعا للمعيار المعتمد في التصنيف، وهو ما يمكن توضيحه من خلال ما يلي⁶²:
- أولاً: أنواع الأسهم بالاعتماد على معيار طبيعة الحصة المدفوعة: حيث تصنف الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم والتي تكون محررة عند الاكتتاب، إلى:
- **أسهم عينية:** هذه تُمثل مساهمات مادية في رأسمال الشركة، كالمنقولات أو العقارات أو غيرها من الموجودات، وغالبًا ما تُخصص للمؤسسين الذين يحملون فكرة المشروع.

59 - عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية 2018، ص: 30.

60 - انظر: محمد غيات شيخة، الاستثمار- المبادئ- الأدوات- المخاطر والتقييم، دار رسلان للنشر، دمشق - سوريا، 2022، ص: 73.

- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص: 48.

- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، الراية، عمان - الأردن، 2013، ص - ص: 74 - 75.

61 - جميل الزيدتين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عملن - الأردن، 1999، ص: 219.

62 - انظر: فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2008، ص - ص: 81 - 82.

- محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص: 48.

- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، 1993، ص: 22.

- عبد العظيم حمدي: اقتصاديات البورصة في ظل الأزمات والجرائم، المكتب العربي الحديث، مصر، 2012، ص: 48.

- مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض - المملكة العربية السعودية، ص: 117.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

- **أسهم نقدية:** تلك الأسهم التي يُسدد قيمتها نقدًا، وهي الحصة التي يتعهد الشريك بدفعها للشركة سواء بالعملة الرسمية أو بشيك مصرفي أو بأوراق مالية قابلة للتحويل والتداول.
- وتُشير بعض المراجع إلى ما يُعرف بالأسهم المختلطة التي يُدفع بعضها نقدًا والبعض الآخر عينًا، وكذلك حصص التأسيس التي تُصدرها الشركة عند التأسيس ولا تحمل قيمة اسمية مُحددة على الصك، لكن لها حصة من الأرباح، ولا تُحتسب ضمن رأسمال الشركة، ويكتفى بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتُمنح للمؤسسين تقديرًا لجهودهم في تأسيس الشركة.⁶³

ثانياً : انواع الأسهم بالاعتماد على معيار الشكل : وتصنف تبعاً لهذا المعيار الى:

- **أسهم اسمية:** وهو السهم الذي يحمل اسم مالكة ومختلف المعلومات والبيانات الشخصية له، وكذلك بيان المدفوع من السهم ونوع الأسهم المملوكة للمستثمر او المساهم، وبيانات الشركة المصدرة، فضلاً عن معلومات التنازل عن السهم وتاريخ حدوثها.
- **أسهم لامر، او السهم الاذني،** وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكةا مقترنا بشرط لامره او لاذنه ويتم تداولها عن طريق التظهير دون رجوع الى الشركة المصدرة ما يجعلها لا تستطيع التعرف على حامل السهم، وهي اسهم نادرا ما يتم التعامل بها.
- **أسهم لحاملها:** وهي اسهم لا يذكر فيها اسم مالكةا او حاملها، وتنتقل ملبتها بالتداول، ليكون حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وعلى الرغم من جواز اصدارها بنسب معينة من اجمالي راس مال الشركة المصدرة، حيث أنها تمنح مزايا للمستثمرين كعدم الاعلان عن اسم المستثمر والتهرب الضريبي، الا أنها في حالة فقدان السهم او السرقة او التلف لا يمكن الحصول على بديل للسهم هذا ما دفع بعض الدول الى منع اصدار الأسهم لحاملها.

ثالثاً: تصنيف الأسهم بالاعتماد على معيار استهلاكها أي استرداد قيمتها للمساهم، ويندرج ضمن هذا المعيار نوعين من الأسهم، هما:

- **أسهم رأس المال:** هي أسهم لا تسترد قيمتها إلى مالكةا في أثناء قيام الشركة، ولا تعود قيمة هذه الأسهم إلى مالكةا الا في حالة التصفية.
- **أسهم التمتع:** وهي الأسهم التي تمنح للمساهمين تعويضاً عن أسهمه التي تم استهلاكها أثناء قيام الشركة في بعض الحالات التي تستوجب ذلك كحصول الشركة على امتياز حكومي باستغلال مرفق عمومي لمدة زمنية معينة، لتصبح موجودات الشركة بعد انتهاء الفترة ملكاً للدولة، ايضاً هناك ممتلكات للشركة تتلف خلال فترة الاستغلال، فترد الشركة إلى المساهم قيمة الأسهم التي تم استهلاكها في امتياز الاستغلال وتمنحه عوضاً عن ذلك سهم تمتع.

⁶³ - محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص: 48.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

أسهم التمتع تختلف عن أسهم رأس المال في توزيع الأرباح وكذلك اقتسام موجودات الشركة عند التصفية، حيث يكون نصيب مالك أسهم التمتع من الأرباح أقل من أسهم رأس المال، ولا يكون لمالك أسهم التمتع نصيب من موجودات الشركة عند التصفية إلا بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم. ويشترط لإعطاء هذا السهم ان يكون مصرحاً به في عقد التأسيس الأساسي للشركة.

رابعاً: تصنيف الأسهم بالاعتماد على معيار الحقوق التي يتمتع بها حامل السهم: وتنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى 64:

■ **أسهم عادية:** وهي مستند ملكية، ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتعتبر أهم الأوراق المالية وأكثرها شيوعاً للتداول في أسواق رأس المال. وتجدر الملاحظة إلى ان مختلف الأسهم السابقة التي صنفت وفق معايير مختلفة تمثل اسهم عادية. ومن الاتجاهات الحديثة نسبياً للأسهم العادية، هناك الأسهم العادية للاقسام الانتاجية، والأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة قبل الضرائب، والأسهم العادية المضمونة القيمة، ويمكن التفصيل فيها، من خلال ما يلي 65:

● **الأسهم العادية للاقسام الانتاجية:** في عقد الثمانينات، ابتكرت الشركات الأمريكية نموذجاً جديداً للأسهم العادية، مخالفة بذلك القاعدة التقليدية التي تنص على أن الشركة يجب أن تمتلك مجموعة أسهم موحدة ترتبط بأرباحها الكلية. على سبيل المثال، أصدرت شركة جنرال موتورز نوعين من الأسهم؛ الأولى من فئة E، والتي ربطت توزيعات الأرباح بنتائج قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، والثانية من فئة H، والتي ارتبطت بأرباح قسم إنتاج مكونات الطائرات. وقد تم تطوير أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية، حيث يرتبط كل نوع بأرباح قسم محدد داخل الشركة. ورغم الفوائد التي قد تقدمها هذه الأسهم الجديدة، إلا أنها أدت إلى ظهور تضارب في المصالح بين المستثمرين.

● **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** في العادة، لا تُعد التوزيعات النقدية التي يتلقاها مالكو الأسهم العادية من النفقات التي يمكن خصمها من الدخل قبل حساب الضرائب. ومع ذلك، خلال الثمانينات، أقرت الولايات المتحدة قانوناً ضريبياً يتيح للشركات خصم التوزيعات المدفوعة على الأسهم العادية المباعة للموظفين من إجمالي الإيرادات قبل تحديد الضريبة المستحقة. بالإضافة إلى ذلك، منح القانون إعفاءً للمؤسسات المالية التي تقدم قروضاً لصناديق الموظفين المستخدمة في شراء الأسهم، حيث تم تخفيض الضريبة على نصف الفوائد المكتسبة من هذه القروض.

64 - محمد غياث شيخة مرجع سابق، ص: 75.

- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية - مصر، 2007، ص: 157.

65 - عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية - مصر، 2006، ص: 40.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

● **الأسهم العادية المضمونة:** تُعد الأسهم العادية المضمونة تطوراً في مجال الأوراق المالية، حيث تخالف القاعدة الأساسية للأسهم العادية التي لا تمنح حاملها الحق في المطالبة بأي تعويض من الشركة المصدرة عند انخفاض قيمتها السوقية. ولكن، في عام 1984، بدأت الشركات الأمريكية بإصدار نوع جديد من الأسهم يُمكن لحاملها المطالبة بتعويض إذا هبطت قيمة السهم دون مستوى محدد خلال زمن معين بعد الإصدار، مما يُعطي طبقة إضافية من الأمان للمستثمرين.

■ **الأسهم الممتازة:** الأسهم الممتازة تعتبر نوعاً من الأوراق المالية التي تجمع بين خصائص الملكية والدين، حيث تمنح حاملها حقوقاً في ملكية الشركة وكذلك في ديونها. تتميز بأنها تضمن لحاملها توزيعات أرباح ثابتة، تُحدد بحد أدنى وأقصى، وتُصرف هذه الأرباح قبل أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، مما يشابه السندات في هذا الجانب. بالإضافة إلى ذلك، يتمتع حملة الأسهم الممتازة بأولوية في الحصول على جزء من أموال الشركة عند التصفية قبل البدء بتوزيعها على حملة الأسهم العادية. والسهم الممتاز قيمة اسمية، ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير ان القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الاصدار للسهم الممتاز، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، وللأسهم الممتازة عدة انواع، أهمها⁶⁶:

● **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح،** تُعرف بأنها تلك الأسهم التي، في حال عدم كفاية أرباح الشركة أو عدم دفع النسب المحددة لحملة هذه الأسهم خلال سنة محددة، لا يفقد حملة الأسهم حقهم في الأرباح، بل يتم تأجيل استحقاقهم وتجميعه مع أرباح العام التالي حين تتوافر. في المقابل، الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح تعني أنه في حالة عدم تلقي النسبة المتفق عليها من الأرباح، لا يحق لحملة الأسهم المطالبة بالجزء غير المدفوع من الأرباح في الأعوام اللاحقة حتى وإن توفرت الأرباح.

بالتالي تتميز الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح بأنها توفر لمالكها ميزة الحق في استلام حصته من الأرباح المتراكمة عن السنوات التي لم تُوزع فيها، وهذا يعطيها أفضلية على الأسهم العادية التي لا تسمح لحاملها بالمطالبة بأرباح السنوات السابقة في حال لم يتم توزيعها.

● **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** تُعرف بأنها تضمن لحاملها نسبة محددة كحد أدنى من الأرباح السنوية، وتُتيح لهم المشاركة في أي أرباح تزيد عن هذا الحد. على الجانب الآخر، الأسهم الممتازة غير المشاركة تُقدم عائدات ثابتة سنوياً، دون النظر إلى حجم الأرباح الفعلية للمنشأة. هذا يعني أن حاملي الأسهم الممتازة المشاركة يتمتعون بميزة تفضيلية في توزيع الأرباح، حيث

66 - محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص - ص: 75 - 77.

- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ص: 155.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

يُمنحون الحق في الحصول على جزء من الأرباح الموزعة للمساهمين العاديين، سواء كان ذلك بشكل كامل أو جزئي، وذلك بعد توزيع الحصة الأولية من الأرباح عليهم.

- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** تصدر الشركات الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء وتمنح نفسها الحق في إعادة شرائها بعد مرور وقت محدد، وغالبًا ما يتمتع حاملو هذه الأسهم بنسبة مرتفعة من الأرباح. ومع تحسن الوضع المالي للشركة، تسارع إلى استرداد هذه الأسهم لتخفيض الأعباء المالية المترتبة على دفع أرباح كبيرة. يتيح هذا النوع من الأسهم للشركة فرصة تقليص عدد المساهمين الممتازين عند توافر السيولة النقدية، مما يعود بالنفع على المساهمين العاديين، نظرًا لأن الأسهم الممتازة تفرض على الشركة التزامات مالية ثابتة.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تُعد من الأدوات المالية التي توفر مزايا عديدة لحامليها، حيث تسمح هذه الأسهم لمالكيها بالحصول على الأرباح قبل أصحاب الأسهم العادية، وتمنحهم الأفضلية في الاستفادة من الزيادة في القيمة السوقية للأسهم. خلال فترة محددة، يمكن للمستثمرين تحويل أسهمهم الممتازة إلى أسهم عادية، وذلك في حال ارتفاع سعر السهم العادي في السوق، مما يتيح لهم تحقيق مكاسب رأسمالية. هذه الخاصية تجعل الأسهم الممتازة القابلة للتحويل خيارًا جذابًا للمستثمرين الذين يبحثون عن المرونة في استثماراتهم والفرصة لزيادة عوائدهم المالية.

وقد ظهرت أنواع تعتبر ايضا حديثة نسبيًا، فيما يخص الأسهم الممتازة، وهي :

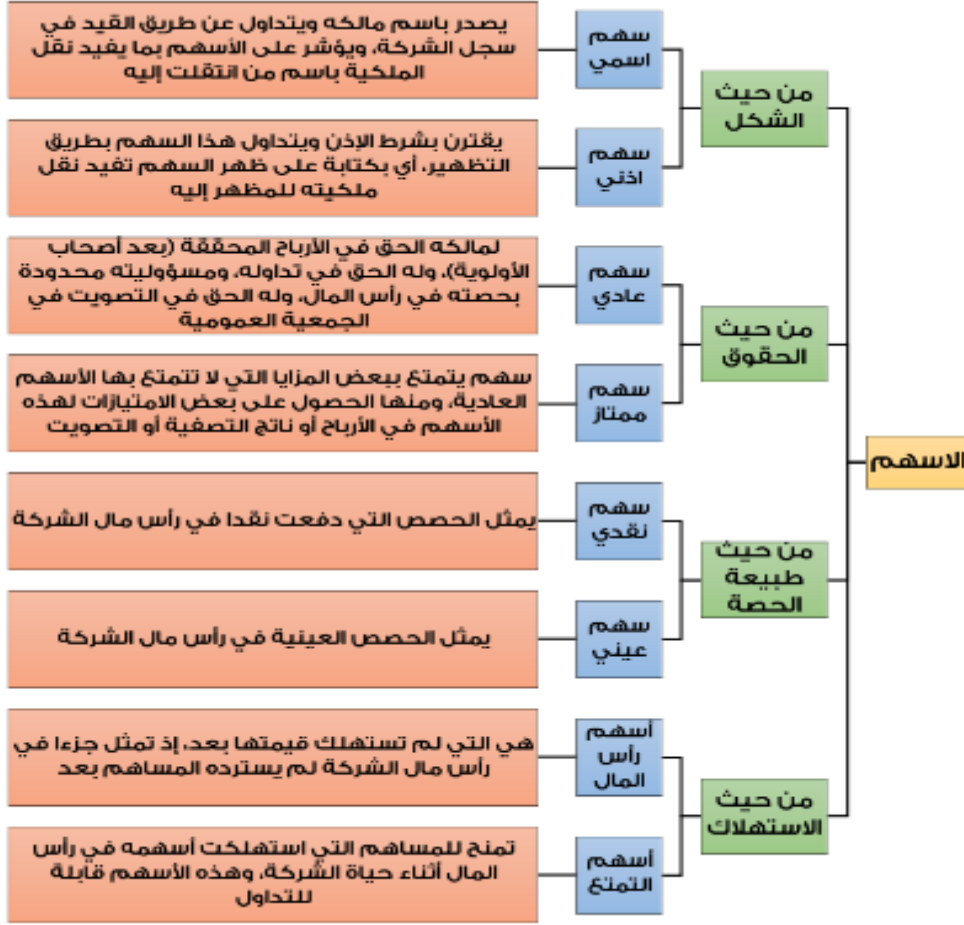
- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 أسهم ممتازة جديدة تتميز بتوزيعات متغيرة، حيث لا تكون التوزيعات ثابتة كما هو معتاد بل ترتبط بمعدل العائد لسندات الخزنة المحددة. ويتم تعديل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر استنادًا إلى التغيرات في معدل العائد لهذه السندات، وذلك بهدف الحفاظ على مستوى مناسب من الطلب على هذه الأسهم وضمان استقرارها في السوق.

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** تُعد من الأدوات المالية التي تمنح حامليها ميزة التأثير في قرارات مجلس الإدارة، وتختلف عن الأسهم الممتازة العادية بأنها توفر حق التصويت كشكل من أشكال التعويض. يأتي هذا التعويض في سياق تراجع القيمة السوقية للأسهم المضمونة دون مستوى محدد، مما يعطي المساهمين فرصة للمشاركة الفعالة في إدارة الشركة وتعويضهم عن أي انخفاض محتمل في العائدات.

ويمكن توضيح أنواع الأسهم من خلال الشكل الموالي :

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

الشكل رقم 10: أنواع الأسهم وتقسيماتها



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص: 24 .

2. السندات

الى جانب الأسهم، نجد السندات التي تعتبر النوع الثاني من الأوراق المالية والتي يتم تداولها على مستوى سوق الأوراق المالية، ويمكن التطرق لها من خلال النقاط الموالية:

1.2. تعريف السندات

يعرف السند على انه جزء من قرض، حيث يكون المقترض ممثلا في جهة عامة كالدولة او جهة خاصة مثل الافراد وشركات المساهمة، وبالتالي توجد سندات حكومية وسندات شركات المساهمة، وحامل السند يعتبر مقرضا ويستحق فائدة ثابتة سنويا مقابل استثمار امواله في شكل سندات، والسند عادة ما يكون ورقة مالية طويلة الاجل.⁶⁷ كذلك تعرف السندات على أنها: أوراق مالية ذات قيمة متساوية، يمكن تداولها تجارياً، وهي تُمثل ديوناً جماعية يمكن أن تكون قصيرة أو طويلة الأمد، تصدرها جهات كالدولة أو الشركات أو المؤسسات العامة أو الخاصة،

67 - محمود أمين زويل، مرجع سابق، ص: 44.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

ويتم إصدارها إما عبر الاكتتاب العام أو المفاوضات المباشرة بين المصدر والمقترض، ويتلقى المكتتبون في هذه السندات عائداً ثابتاً، بصرف النظر عن تحقيق الشركة للأرباح أو تكبدها للخسائر.⁶⁸

أيضاً يعرف السند على أنه: وثيقة مالية تحمل قيمة ديونية يمكن تداولها، وتُصدر للشخص باسمه أو لمن يحملها، وتُمنح عائداً سنوياً للمكتتبين فيها، بالإضافة إلى إمكانية استرداد القيمة المالية المستثمرة عند حلول موعد الاستحقاق.⁶⁹

من خلال ما تقدم من تعريف فإن السند يعرف ببساطة على أنه ورقة مالية، تشكل التزام مالي تعاقدية مكتوب، يتضمن تقديم المقترض و الذي يمثل الجهة المصدرة له سواء عامة أو خاصة مدفوعات نقدية للمقرض أو حامل السند ضمن تاريخ استحقاق محدد، وتمثل هذه الدفعات القيمة الاسمية للسند بالإضافة إلى الفائدة المستحقة عن القيمة الاسمية بصفة دورية، ويختلف السند عن السهم في أنه أداة دين وليس أداة ملكية كما أنه عوائده الثابتة تحصل في حالات الربح أو الخسارة وحامله لا يعد شريكاً أو مالكا في الشركة.

بالاعتماد على التعاريف المقدمة حول السندات، فإن هذه الأخيرة تتمتع بجملة من الخصائص، أهمها:

- السند له قيمة اسمية يصدر بها و خاصية التداول باعتباره أداة مديونية قابلة للتداول تعطيه القيمة السوقية.
- يمكن بيع السند في سوق التداول أو السوق الثانوي ولا يحق المطالبة بقيمته الاسمية قبل اجال الاستحقاق.
- فوائد السندات تطرح من الوعاء الضريبي.
- له عائد دوري من خلال معدل الكوبون، و عائد راسمالي ممثل بالفرق بين قيمته عند الشراء و قيمته عند التداول او عند تاريخ الاستحقاق
- حامل السند دائن للشركة المصدرة و ليس مالكا او مساهما.

والسند هو أداة مالية تشتمل على العناصر التالية: القيمة الاسمية، وهي القيمة المحددة للسند عند إصداره في السوق الأولية والتي تختلف عن قيمته الفعلية. الكوبون أو معدل الفائدة، الذي يستند إليه حامل السند لجمع الفوائد الدورية. تاريخ الاستحقاق، وهو اليوم المحدد لسداد قيمة السند أو ما يُعرف بتسوية السند، وغالباً ما تكون السندات طويلة الأجل. وأخيراً، الاهتلاك، وهو عملية سداد قيمة السند وفقاً لجدول الاهتلاك المتفق عليه عند الإصدار، ويمكن أن يكون إما اهتلاكاً كلياً أو بأقساط ثابتة، مع وجود حقوق معينة للجهة المصدرة.⁷⁰

⁶⁸ - أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 2006، الإسكندرية- مصر ص: 95.

⁶⁹ - Gaston Défosse, la bourse des valeurs et les opération de bourse, presses universitaires de France, neuvième édition, 1975, p : 18.

⁷⁰ - شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان، 2017، عمان - الأردن، ص - ص: 77 - 78.

2.2. أنواع السندات

هناك عدة مداخل لتصنيف السندات، يمكن التطرق لها من خلال ما يلي⁷¹:

أولاً: أنواع السندات تبعا للجهة المصدرة: ويندرج ضمن هذا المعيار نوعين من السندات، هما:

■ **السندات العامة او السندات الحكومية:** هي صكوك المديونية طويلة ومتوسطة الاجل التي تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها، وتصدر عادة الى جانب الاغراض التمويلية، لضبط حجم النقد في السوق. ويعتبر المستثمرون في الأوراق المالية الصادرة عن الجهات العمومية أنها أكثر جاذبية لما يمكن ان يرافقها من امتيازات من خلال تمتع عائدها بالاعفاء الضريبي، وكذلك تراجع مخطر التوقف عن السداد او تأجيله، وكأمثلة على السندات العامة نجد:

■ **سندات الخزانة** تتوفر بمدد تتنوع بين ثلاثة أشهر وسنة، حيث تُطرح في الأسواق بأسعار تقل عن قيمتها الأصلية بدلاً من إصدارها مع كوبونات. تعتبر هذه السندات وسيلة للحكومة لتأمين عائد مالي ثابت ومحدود للمستثمرين، وعلى نحو مشابه، تقوم الهيئات المحلية بإصدار سندات بالخصائص ذاتها.

● **سندات الهيئات المحلية:** تُعد إحدى الأدوات المالية التي تقوم بإصدارها الجهات الحكومية أو البلديات والمؤسسات المحلية، حيث تتميز بأن العائد المتحصل منها يتمتع بإعفاء ضريبي على الدخل. هذه السندات تُستخدم في تمويل المشاريع والخدمات العامة، وتُعتبر وسيلة للهيئات المحلية لجمع الأموال دون الحاجة إلى فرض ضرائب جديدة على المواطنين.

● **سندات حكومية بعملات أجنبية:** تُعد السندات الحكومية المقومة بالعملات الأجنبية إحدى الأدوات المالية التي يتم إصدارها من قبل البنك المركزي، والتي تُعرف أيضاً بسندات التنمية الوطنية، وتتميز بأنها تجد رواجاً كبيراً وتُتداول بنشاط في الأسواق العالمية، مما يعكس الثقة الدولية في الاقتصاد الوطني.

● **شهادات الاستثمار:** وهي الشهادات التي تصدرها البنوك في بعض الدول و تعتبر كدين لصالح الحكومة، وتنقسم هذه الشهادات في بعض الأحيان إلى مجموعات مشابهة لسندات الخزينة.

● **السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية:** أو ما يعرف بالرهون والتي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً رواتب، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء او لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقية الأخرى).

71 - انظر: فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص- ص: 77-78.

- أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 101.

- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 113.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 25.

- مبارك بن سليمان، مرجع سابق، ص: 29.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

■ السندات الخاصة، أو سندات الشركات: هي سندات تصدرها شركات المساهمة لاغراض تمويلية، بدلا من اللجوء إلى اصدار أسهم جديدة، يكون كوبون أو معدل فائدة السندات الخاصة أكبر من معدل الفائدة للسندات العامة، وعادة ما يكون صاحبها أكثر عرضة لمخاطر عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين. ويتولى عملية الاصدار والاكتتاب بنك تجاري متخصص، ويتحدد كوبون السند، بعد استشارة المؤسسة المالية القائمة على اصدار وتسويق هذه السندات، وبالرجوع الى جملة من المتغيرات كالمركز الائتماني للشركة، ونوع السند المصدر والرهنات المتاحة لخدمة الاصدار، وحجم الشركة واسعار الفائدة السائدة في السوق.

ثانيا : أنواع السندات بالاعتماد على معيار طريقة السداد: ويندرج تحت هذا المعيار السندات التالية:

- السندات ذات اجل الاستحقاق المحدد: هي سندات ينص عند اصدارها على وجوب استحقاقها والوفاء بها عند تاريخ محدد منصوص عليه في العقد، على ان يتم دفع القيمة الاسمية للسند، ولا يحق لمصدر السند الزام حامل هذا النوع من السندات بقبول الوفاء به قبل تاريخ استحقاقه المحدد.
- السندات القابلة للاستدعاء: هي نوع من السندات التي يُشار في شروط إصدارها إلى أن للمصدر الحق في إعادة قيمتها للمالك قبل الموعد المحدد لاستحقاقها، وذلك إذا كان ذلك في مصلحة المصدر، حيث يتم الاسترداد بالقيمة الاسمية للسند ويُضاف إليها مكافأة الاستدعاء.
- السندات القابلة للتحويل: وهي سندات يمكن لحاملها ان يحولها الى عدد من الأسهم العادية او الممتازة تبعا لتوجهاته الاستثمارية، وينص على ذلك في عقد الاصدار، وتحدد طريقة التحويل ونسبتها وموعدها واذا لم يرغب حامل السند في التحويل فإن له حق استرداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.
- السندات التسلسلية: هي نوع من السندات التي يُشترط سدادها وفقاً لجدول زمني محدد، يحتوي على تواريخ استحقاق متتابعة تستمر حتى الموعد النهائي للاستحقاق.

ثالثا: انواع السندات تبعا لمعيار الضمانات المقدمة (مضمونة او غير مضمونة): وتصنف الى :

- السندات المضمونة: تُعد السندات المضمونة بالأصول من الأدوات المالية التي تستخدمها الشركات لجذب الاستثمارات، حيث تقدم ضمانات ملموسة، مثل رهن العقارات، لضمان سداد الديون. وفي حالة عدم الالتزام بالدفع أو في حال التصفية، يحق لحاملي هذه السندات السيطرة على هذه الأصول.
 - سندات غير مضمونة او السندات العادية: الضمان الوحيد هو ما يميز السند باعطاء حق الاولوية عن الدائنين الاخرين للشركة المصدرة، وتنطوي السندات العادية على درجة مخاطرة أكبر من السندات المضمونة، حيث يعول في تحصيل الحقوق على المركز المالي وقوة ايرادات الشركة المصدرة للسند.
- رابعا: انواع السندات تبعا لمعيار معدل العائد، ويندرج ضمن هذا المعيار مجموعة مستحدثة من السندات ظهرت في اواخر القرن العشرين، يمكن التفصيل فيها، من خلال ما يلي:

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

- السندات بمعدل فائدة ثابت تُعرف بأنها سندات تُثبت نسبة الفائدة كنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، حيث تُدفع الفوائد بانتظام ويُسدّد المبلغ الأصلي للسند عند الاستحقاق. يزداد الطلب على هذه السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة في البنوك، مما يمنح المستثمرين عائداً أعلى مقارنةً بالسوق.
- السندات ذات العائد المتغير، أو معدل الفائدة المتحرك: وهي سندات يعدل فيها سعر الفائدة المبدئي وفقاً لتغيرات أسعار الفائدة الجارية في السوق المالي، وقد استحدث هذا النوع من السندات لمواجهة مخاطر التضخم، وفي غالب الأحيان تكون السندات بمعدلات فائدة تصاعديّة.
- السندات التي لا تحمل معدل كوبون، أو سندات الخصم هي تلك التي لا تأتي مع معدل فائدة ثابت؛ يتم بيعها بسعر أقل من قيمتها الاسمية، ويحصل المستثمرون على القيمة الكاملة عند الاستحقاق. وبالإمكان أيضاً تداولها في السوق بالسعر الجاري، حيث يعتبر الفارق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية هو العائد الفعلي الذي يجنيه المستثمر من السند.
- السندات ذات الدخل: هي نوع من السندات التي تتوقف فوائدها السنوية على تحقيق الشركة المصدرّة للأرباح خلال ذلك العام، بحيث لا يمكن للمستثمر المطالبة بالفوائد في الأعوام التي لم تُحقق فيها الشركة أرباحاً؛ ومع ذلك، قد يُشار في العقد إلى إمكانية تعويض فوائد تلك الأعوام من أرباح الأعوام اللاحقة.
- سندات المشاركة: تمنح صاحبها حصة في أرباح الشركة المصدرّة إلى جانب العوائد الثابتة، وذلك بما يتوافق مع شروط السوق المالية.

3.2. الفرق بين الأسهم والسندات

يمكن معالجة أهم الفروق بين الأسهم والسندات، من خلال اقتراح معطيات الجدول التالي:

الجدول رقم 2: الفرق بين الأسهم والسندات

السند	السهم
- دين على الشركة.	- جزء من رأس المال الشركة.
- حامل السند دائن بقيمة السند.	- حامل السهم شريك في الشركة يقدر مساهماته.
- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملاً.
- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسميّة على السند.	- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
- حملات السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرة العمل في الشركة.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسميّة أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسميّة.	- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسميّة أو بقيمة أعلى من القيمة الاسميّة وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار

المصدر: توابنية الطاهر، مطبوعة دروس في المؤسسة والأسواق المالية، 2017، ص: 70. نقلاً عن: ناظم نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي،

أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، الأردن، 1999، ص: 261.

3. المشتقات المالية Derivative Instruments

بالإضافة إلى الأسهم والسندات كأصول متالية تشكل محور عملية الاستثمار في سوق رأس المال، هناك ما طوره المهندسون الماليون وهو ما يعرف بالمشتقات المالية، التي تتكون من أربعة أنواع أساسية جعلت أساساً لتقليل المخاطر أو التحوط منها.

1.3. تعريف المشتقات المالية

تُعدّ المشتقات المالية نوعاً من العقود التي تُبنى أو تستمد من عقود أساسية لأدوات استثمارية متنوعة، سواء كانت أصولاً مادية أو مالية كالأسهم والسندات والسلع والمعادن النفيسة والعملات الأجنبية، ويُتاجر بها إما في البورصات أو عبر شبكات الاتصال في الأسواق الحرة، وتضم هذه المشتقات العقود المستقبلية والآجلة وعقود المبادلة والخيارات، وهو ما سنتناوله بمزيد من التفصيل.

كما تعرف المشتقات المالية على أنها: أدوات مالية مربوطة بأداة مالية معينة، أو بمؤشر معين، أو سلعة أساسية معينة، يمكن عن طريقها التعامل في مخاطر مالية معينة في حد ذاتها في الأسواق المالية، وتشتق قيمة المشتق المالي من سعر بند أساسي، كأن يكون ذلك البند اصلاً أو مؤشراً.⁷³

تُعتبر المشتقات المالية أدوات مالية تستمد قيمتها من أصول أساسية مثل الأسهم والسندات والعملات الأجنبية والمؤشرات، ويمكن تداولها بطرق تشابه تداول الأسهم وغيرها من الأدوات المالية. يتأثر أداء وتقييم هذه الأدوات بالأصل الأساسي المتعاقد عليه، بالإضافة إلى عوامل أخرى كأسعار الفائدة وتكلفة الفرص البديلة ومدة العقد. قانونياً، تختلف المشتقات باختلاف نوع العقد، مثل عقود المبادلة والمستقبليات والخيارات والعقود الآجلة، لكنها جميعاً تمثل عقوداً تنشأ عنها التزامات تبادلية مشروطة. محاسبياً، تُصنف المشتقات المالية كأدوات خارج الميزانية، إذ لا تنتج عنها تدفقات نقدية فورية أو تدفقات نقدية ضئيلة نسبياً، على عكس الأدوات المالية التي تُصنف ضمن الميزانية والتي تنتج عنها تدفقات نقدية كبيرة.⁷⁴

من خلال ما تقدم فإن المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من أسعار الأدوات الاستثمارية التقليدية التي اشتقت منها كالأسهم والسندات والسلع والعملات أو أسعار أحد المؤشرات... تتعلق بفقرات خارج الميزانية.

وتتميز المشتقات المالية بخصائص رئيسية تشمل ارتباطها بسعر فائدة معين أو قيمة لورقة مالية أو سعر صرف العملات الأجنبية، وكذلك يتم تحديد تسويتها في موعد مستقبلي محدد، بالإضافة إلى أنها غالباً لا تحتاج إلى استثمارات أولية كبيرة.⁷⁵

⁷³ - www.unescwa.org/ar/sd

⁷⁴ - عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات المتحدة العربية، 2022، ص: 5-6.

⁷⁵ - نورين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة دروس، 2021، ص: 15.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

- أما مستعملو المشتقات المالية: فهناك ثلاث فئات من مستعملي اسواق المشتقات المالي، كالآتي⁷⁶:
- المتحوطون: هم الذين يلجؤون إلى استراتيجيات التحوط بإبرام عقود مالية مشتقة بهدف حماية أعمالهم أو أصولهم من التقلبات في أسعار الأصول الأساسية، مما يضمن لهم قيمة إيجابية في حال حدوث تحركات سعرية في تلك الأصول.
 - المضاربون: هم الأفراد الذين يتخذون مراكز في الأدوات المالية أو الأصول الأخرى بناءً على توقعاتهم للربح من التغيرات السعرية للأصول، وهم مستعدون لتحمل مخاطر عالية بأمل تحقيق مكافآت مرتفعة.
 - المراجحون: يقومون بالاستفادة من الفروقات السعرية لأدوات أو أصول متماثلة، حيث يشترون بسعر منخفض ويبيعون بسعر أعلى لنفس الأصل في أسواق مختلفة، وبذلك يسهمون في تعزيز كفاءة الأسعار من خلال نشاطهم السريع في الشراء والبيع الذي يعمل على إزالة الاختلافات السعرية.

2.3. أهمية المشتقات المالية

تتجسد أهمية المشتقات المالية

- أداة للتحوط: التقليل من المخاطر أو إزالتها في السوق المالي من خلال القضاء على مخاطر عدم التأكد من خلال التنبؤ بالأسعار المستقبلية.
- تتيح فرص استثمارية هامة، فمرونة المشتقات المالية وسيولتها الجيدة، تجعلها أكثر قدرة على تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية⁷⁷.
- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر من خلال تزويد المتعاملين بالمعلومات عما سيكون عليه سعر الأصل في تاريخ التسليم، ففي ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغيير بما يعكس الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين
- لتحقيق الكمال في السوق، يجب أن توفر الأسواق مستويات عائد ومخاطرة متميزة لا تتوفر في الأوراق المالية المتداولة حالياً. الكمال في السوق يعني توافر أصول مالية تلي أهداف ورغبات المتعاملين من حيث العائد والمخاطرة. ومع أن فكرة الكمال في السوق قد تبدو غير واقعية، إلا أن المشتقات المالية قد فتحت آفاقاً لإنشاء مزيج من عقود المشتقات المالية والأوراق المالية المتداولة، مما يمكن المستثمرين من تحقيق مستويات عائد ومخاطرة فريدة لا تتوفر في الأوراق المالية الحالية.

76 - حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص - ص: 340 - 341.

77 - Muler. Paul A covered option : trading and derivations, Global Investor, April 1998, P: 64.

3.3. أنواع المشتقات المالية

تضم عقود المشتقات المالية مجموعة متنوعة من الأدوات، منها عقود الخيارات التي تمنح حاملها الحق في الشراء أو البيع بسعر محدد في المستقبل، والعقود المستقبلية التي تُلزم الأطراف بتبادل أصل مالي بسعر متفق عليه في وقت لاحق، بالإضافة إلى العقود الآجلة التي تشبه المستقبلية لكنها تتم بين طرفين فقط، وأخيراً عقود المبادلة التي تتيح تبادل الأصول أو الدفعات المالية بين الأطراف المتعاقدة، ويمكن فيما يلي شرح هذه الأنواع كالتالي:

3-3-1- الخيارات Options

3-3-1-1- تعريف عقود الخيار

وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع أو مصدر الخيار الحق وليس الالتزام للمشتري أو المكتتب بالخيار لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ.⁷⁸

وتُعتبر الخيارات أوراقاً مالية مشتقة، ولا تمتلك قيمة ذاتية، بل تستمد قيمتها من الأصل المالي الذي يُبنى عليه عقد الخيار. ولا يمنح الخيار لحامله حق الملكية في الشركة إلا بعد أن يتم تفعيله.⁷⁹

كما تُعرف عقود الخيار بأنها اتفاقيات تُعقد بين طرفين، المشتري والمصدر، حيث يمنح العقد المشتري الامتياز في أن يقوم بشراء أو بيع كمية محددة من الأصول الأساسية، سواء كانت مادية أو مالية، بسعر مسبق الاتفاق عند إبرام العقد، مع الالتزام بتنفيذ ذلك في موعد مستقبلي يُعرف بتاريخ الاستحقاق. يحق للمشتري الامتناع عن تنفيذ العقد إذا لم يكن ذلك في مصلحته، وفي المقابل، يدفع المصدر مبلغاً يُعرف بالعلوّة مقابل الحصول على حق الخيار هذا عند إبرام العقد.⁸⁰

وتشمل عقود الخيار عدة أركان، وفق ما يلي⁸¹:

- الأطراف المعنية، وهم المشتري والبائع، يتفقون على أن حامل خيار الشراء يتمتع بالحق في تنفيذ الاتفاقية التي يصدرها البائع، ويقوم بدفع مبلغ متفق عليه كمكافأة أو جبر ضرر للبائع. وحامل الخيار هو من يحتفظ بالسلطة لتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، بينما البائع ملزم بالوفاء بشروط الخيار إذا اختار حامل الخيار ذلك.
- تاريخ التعاقد.
- نوع الأصل محل التعاقد وكميته.
- سعر التنفيذ: عبارة عن السعر المتعاقد لتنفيذ الخيار على أساسه.
- سعر السوق: وهو السعر الذي يباع به الأصل المالي المحدد عند تنفيذ الاتفاق.
- تاريخ التنفيذ: وهو التاريخ الذي يقوم به مشتري حق الخيار بتنفيذ العقد.

78 - معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، إضاءات مالية مصرفية، العدد الثاني، الكويت، ديسمبر 2009 - يناير 2010.

79 - منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين، 1994، ص: 181.

80 - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1999، ص- ص: 5-6.

81 - محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000، ص: 332.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

■ قيمة العلاوة أو المكافأة: عبارة عن تعويض يحصل عليه محرر العقد لإتاحة فرصة الخيار أمام المشتري.

3-3-1-2- أنواع عقود الخيار

يمكن تصنيف عقود الخيار إلى عدة أنواع تبعا للمعيار المعتمد في التصنيف، وفق ما يلي:

أولاً: حسب معيار موعد التنفيذ: يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من الخيارات، هما⁸²:

■ الخيار الأمريكي: يمنح حامله الإمكانية لشراء أو بيع أصل معين بسعر مسبق الاتفاق عليه، وذلك خلال فترة محددة تبدأ من تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ انتهائه المعلن، ويتميز بأن قيمة العلاوة التي يدفعها المشتري للحصول على هذا الحق تكون مرتفعة.

■ الخيار الاوربي: يتميز بتشابهه مع الخيار الأمريكي لكن يختلف في توقيت التنفيذ، حيث يقتصر حق تنفيذ العقد للمشتري على تاريخ محدد مسبقاً. يتميز بأن قيمة المكافأة التي يدفعها المشتري أقل نظراً لعدم توفير فترة زمنية مرنة للتنفيذ كما في الخيارات الأمريكية.

ثانياً: انواع عقود الخيار حسب نوع الحق الذي يمنحه الخيار، و يمكن التمييز بين نوعين منعقود الخيار حسب هذا المعيار:

■ خيار الشراء: وهو عقد اتفاق على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء اصل مالي معين خلال فترة محددة و بالسعر المحدد في العقد، و عليه فإن هذا العقد يلزم البائع (محرر العقد) ببيع الاصل لمشتري الخيار اذا رغب في الشراء.

■ خيار البيع: هو عقد اتفاق على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع اصل مالي معين خلال فترة محددة وبالسعر المحدد في العقد، و عليه فإن هذا العقد يلزم البائع بشراء الاصل من مشتري الخيار اذا رغب في البيع.

■ الخيار المركب: وهو نوع من العقود يجمع خياري البيع والشراء، ويمنح حامله الحق في أن يختار بين أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل المالي بناءً على ما يخدم مصلحته. يتألف هذا الخيار من نوعين: الأول، حيث لا يختلف سعر الشراء عن سعر البيع، يتيح لمشتري الخيار تقييم تقلبات السوق، فإذا رأى أن البيع يعود عليه بالنفع مارس حقه في ذلك، وكذلك الأمر بالنسبة للشراء، مما يضمن له الحصول على عائد أدنى مقابل دفع قيمة الخيار، التي تكون أعلى من خيار الشراء أو البيع المنفرد.

82 - حسين علي خربوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، عمان - الأردن، 1996، ص: 657.

- خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، استراتيجي، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1999، ص: 309.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

3-3-2- العقود المستقبلية

3-3-2-1- تعريف العقود المستقبلية

تُعد هذه العقود التزامًا يُلزم المالك بشراء أصل معين من البائع بسعر مسبق الاتفاق عليه في تاريخ مستقبلي محدد، ويُطلب عادةً من كلا الطرفين إيداع نسبة محددة من قيمة العقد لدى الوسيط المالي المعني، سواء كان ذلك نقدًا أو عبر أوراق مالية، وذلك لتجنب المخاطر المحتملة من عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات. تُتداول هذه الأدوات المالية المشتقة إما في البورصات الرسمية أو في الأسواق الموازية التي تُجرى فيها المعاملات خارج البورصة. بالنسبة للعقود المتداولة في البورصات الرسمية، فإن شروطها تكون موحدة من حيث المدة والحجم وشروط التسليم، بينما تُصمم شروط العقود المتداولة في الأسواق الموازية لتلبية احتياجات المستثمرين، حيث تُحدد هذه العقود عادةً السلع والأدوات المالية والمدد الزمنية التي لا تتوافر في الأسواق الأخرى.⁸³

3-3-2-2- أنواع العقود المستقبلية:

تختلف العقود المستقبلية وفقاً لنوع الأصل المتفق عليه، ومن أبرز هذه العقود نذكر:⁸⁴

- عقود السلع والأوراق المالية:

يشترط في هذه العقود أن يكون البائع ملتزماً بتعهداته دون الحاجة لإثبات ملكية السلعة أو الورقة المالية.

- مستقبليات العملات الأجنبية:

بدأت أولى الأسواق المخصصة لهذه العقود في شيكاغو بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1972، حيث يتم الاتفاق على تبادل مقدار محدد من العملة الأجنبية في تاريخ مستقبلي معين، ومن ثم يمكن تداول هذا العقد.

3-3-2-3- المتعاملون في العقود المستقبلية:

في سوق العقود المستقبلية، يتم التعامل من قبل مجموعة من الأعضاء المعتمدين، وتتضمن هذه المجموعة:⁸⁵

- الأعضاء السماسرة:

هم السماسرة الوكلاء الذين ينفذون الأوامر لصالح بيوت السمسرة التي ينتمون إليها، أو قد يتعاملون بشكل مستقل مع العملاء مباشرة.

- الأعضاء المحليون:

هم تجار الصالة الذين يقومون بشراء العقود بأسعار منخفضة وبيعها بأسعار أعلى بهدف تحقيق الأرباح من الفارق بين سعري البيع والشراء، مما يساهم في توفير السيولة للسوق بفضل استعدادهم للشراء.

83 - ميثاق هاتف الفتلاوي، حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية - عقود المستقبلية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، المناهج الدراسية - Google

Books

84 خورشيد أشرف إقبال، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم القانونية، مكتبة الرشد، الرياض، 2006، ص 505.

85 الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2002، ص 188.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

5-2-5- أهمية العقود المستقبلية:

تتمتع العقود المستقبلية بأهمية بالغة وفوائد عديدة، منها:

- تساهم في حل مشكلات تتعلق بالسيولة ومخاطر الائتمان التي قد تنجم عن العقود الآجلة.
- تمكن من استثمار الموارد المالية بكفاءة، حيث لا تُستثمر في شراء الأصول ذاتها، بل في التكهن بإمكانيات الربح عبر المتاجرة بالهامش، وهو ما يتطلب من المستثمر، سواء كان مشترياً أو بائعاً، دفع قيمة هامشية تمثل جزءاً صغيراً من القيمة الكلية للدخول إلى السوق، إما كمستثمر يبحث عن أرباح مستقرة أو كمضارب يهدف إلى تحقيق أرباح من التغيرات السعرية.⁸⁶
- تُستخدم هذه العقود للتحوط، مما يساعد في تقليل المخاطر المحتملة التي قد يواجهها المستثمرون، كمخاطر تذبذب أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وذلك عن طريق شراء أو بيع العقود المستقبلية بناءً على توقعات السوق.

3-3-3- العقود الآجلة

3-3-2-1- تعريف العقود الآجلة

تُعد العقود الآجلة واحدة من أبرز أشكال العقود المستقبلية التي تُبرم بين طرفين يتفقان على شراء أو بيع قيمة مالية أو سلعة معينة في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه مسبقاً. هذا النوع من العقود يُمكن أن يكون بين مؤسستين أو بين مؤسسة مالية وشركة، حيث يتم الاتفاق على تفاصيل الصفقة من حيث السعر والكمية والموعد المحدد للتنفيذ، ويشمل ذلك عقود الاستيراد والتصدير كأمثلة شائعة. تُستخدم هذه العقود لتحقيق الاستقرار في التخطيط المالي والتجاري وتقليل المخاطر المرتبطة بتقلبات الأسعار في الأسواق المالية.⁸⁷

تُعرف العقود الآجلة بأنها الاتفاقيات التي تُبرم بين طرفين، حيث يُحدد فيها حجم ونوع السلعة المتداولة وقيمتها، وتُسلم السلعة وثنها في تاريخ ومكان التسوية المستقبلين، ويكون الدفع نقداً ويلزم الطرفان بالتنفيذ في الموعد المتفق عليه، وتكون هذه العقود مخصصة وغير قياسية، إذ تعتمد على المفاوضة المباشرة بين الطرفين لتحديد حجم الصفقة وسعرها في يوم العقد.⁸⁸

كذلك تعرف العقود الآجلة على أنها:

اتفاقات تُبرم لغرض الشراء، أو لبيع العملة أو سلعة أو أداة مالية بسعر معين ولتاريخ مستقبلي محدد، وتُصمم هذه العقود بشكل خاص لتناسب احتياجات معينة ويتم التداول بها خارج نطاق الأسواق المالية التقليدية.

⁸⁶ محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 1999، ص 274.

⁸⁷ - Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux Paris: Dunod, 1999, pp. 62 - 64

⁸⁸ - شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق - سوريا، 2002، ص: 204.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

3-3-2-2- خصائص العقود الآجلة:

- تتسم العقود الآجلة بمجموعة من السمات المميزة، ومنها:
 - تعد هذه العقود اتفاقيات مبرمة بين طرفين، حيث يمكن لكل طرف أن يجني أرباحًا أو يتكبد خسائر بناءً على التقلبات في قيمة الأصول المالية المعنية.
 - تفتقر هذه العقود إلى وجود سوق ثانوي لتداول حقوق العقد.
 - تتخذ العقود الآجلة شكل الاتفاقيات المكتوبة، والتي يمكن أن تنجم عن تنفيذها نتائج تؤدي إلى ربح أحد الأطراف ما يعادله من خسارة للطرف الآخر، وذلك تبعًا للتغيرات في قيمة الأصل المتفق عليه.
 - تتميز بكونها عقودًا تنشأ عن تفاوض الأطراف على بنودها بما يتناسب مع الظروف الخاصة بكل طرف.

3-3-4- التوريق:

3-3-4-1- مفهوم التوريق:

يُعتبر التوريق آلية تُسهّم في تحويل الديون إلى صكوك يمكن تداولها بالسوق الثانوية، وذلك خلال الفترة الممتدة من تثبيت الدين في الذمة حتى موعد استحقاقه.⁸⁹ ويمكن تعريفه أيضًا بأنه عملية تحويل الديون المصرفية، التي تفتقر إلى السيولة، إلى أوراق مالية سائلة، تتمتع بالقابلية للتداول في أسواق المال.⁹⁰

ووفقًا للمعيار المحاسبي الـ39، يُشير التوريق إلى عملية تحويل الأصول المالية إلى أوراق مالية. وبناءً على ما تقدم، يُعد التوريق أحد الأدوات الرئيسية في الهندسة المالية التي تُعالج مشكلات الديون المتعثرة، من خلال نقل الديون من المقرض الأصلي إلى مقرضين آخرين، وتتطلب هذه العملية من البنك المبادر إصدار أوراق مالية مقابل مجموعة الديون المستحقة له.

3-3-4-2- أهداف التوريق:

تتمثل أهداف التوريق الرئيسية فيما يلي:

- تقليل مخاطر التمويل بواسطة تنويع الممولين لمخاطرهم الاستثمارية عبر شراء ديون متنوعة في قطاعات مختلفة.
- يسهم التوريق في تمكين البنوك والمؤسسات المالية من تقديم قروض جديدة.
- يدعم التوريق قدرة البنوك على تلبية متطلبات معايير رأس المال الكافي وفقًا لاتفاقية بازل، من خلال تحويل الأصول غير السائلة والمرتفعة المخاطر إلى أصول سائلة وأقل مخاطرة، مما يساعد في إعادة تنظيم المحافظ الاستثمارية.

⁸⁹ حسن عبد العال، سندات الدين وبدائلها الشرعية في البنوك الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد العشرون العدد 229، جانفي 2000، ص 71-70.

⁹⁰ عدنان الهندي، التوريق خطوة ضرورية لتطوير القطاع المالي العربي، مجلة اتحاد المصارف العربية، المجلد السابع عشر، العدد 194، فيفري 1997، ص 05.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

- التكيف مع التغيرات الأساسية في طرق التمويل بالأسواق المالية الدولية، حيث يتحول التمويل من النمط المصرفي إلى النمط القائم على أسواق الأوراق المالية، مما يجعل القروض المصرفية وسيلة لتأمين الاحتياجات التمويلية عبر التوريق.

3-3-4-3- العنصر الرئيسية للتوريق:

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية:

أ- المقترض:

هو الذي يمكن أن يكون فردًا أو كيانًا، يلجأ للاقتراض لأسباب متعددة كمواجهة الصعوبات المالية، إعادة تنظيم الأمور المالية، أو استخدام الأموال المستلفة لسداد الديون المستحقة، واستبدال الديون قصيرة الأجل بقروض طويلة الأمد.

ب- الأصول موضوع التوريق:

هي التي تتمثل في سندات الدين والأصول الضامنة لها، والتي تكون عادةً ذات قيمة عالية، وغالبًا ما تكون مضمونة بحقوق رهنية للبنك على عقارات أو ممتلكات يملكها المدين.

ج- الخطوات السابقة لعملية التوريق:

هي التي تتضمن خطوات متعددة تبدأ بالبنك أو المؤسسة المالية التي تسعى لتحويل ديونها إلى سيولة نقدية، وتشمل استطلاع آراء العملاء المدينين حول خطط التوريق، وفي حال الموافقة، يتم تنظيم العلاقة الجديدة بين الأطراف، تقييم الأصول، تحديد قيمة السندات، والتخطيط لحملة الترويج وإعداد الدراسات المالية.

د- إدارة الأصول:

حيث يتم تكليف البنك المسؤول عن التوريق بإدارة واستثمار الأصول والضمانات خلال فترة التوريق، على الرغم من انتقال ملكيتها للدائنين الجدد، وذلك لضمان الوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدر.

الفصل الخامس: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية (أنواع الأوراق المالية)

3-3-4-4- أنواع التوريق:

يمكن تصنيف التوريق إلى نوعين أساسيين هما:

أ- وفقا لنوع الضمان:

وهو نوعان أساسيين هما: التوريق بضمان أصول ثابتة، التوريق بضمان متحصلات آجلة.

ب- تصنيف التوريق وفقا لطبيعته:

وفق لهذا المعيار ينقسم إلى قسمين هما:

- انتقال الأصول من خلال بيع حقيقي:

حيث يُقابلة إصدار شهادات تُمكن من إعادة البيع وتوزيع العوائد المالية بناءً على حصص مُحدّدة

- انتقال الأصول بكفاءة في صورة إدارة مديونية:

وذلك عبر إدارة الديون، حيث يتم إصدار سندات متنوعة تختلف بدرجات التصنيف وسرعة السداد، مع

إمكانية فصل الأصل عن الفائدة.. ولتمويل عمليات التوريق، يُمكن اللجوء إلى:

• القروض التجارية:

التي تُساهم في شراء الأصول المراد توريقها، مع ضرورة التنسيق بين جداول السداد والتزامات المقرضين.

• إصدار سندات دين:

يمكن الاعتماد على إصدار سندات دين تُعادل قيمة الديون المراد توريقها، مع الحرص على تطابق تواريخ

الاستحقاق والعوائد مع أقساط الديون وفوائدها لضمان السداد عند الاستحقاق.

أسئلة التقويم الذاتي

- ماهي ابرز الادوات المعتمدة للاستثمار او التداول على مستوى السوق المالي.
- ما الفرق بين الاستثمار في الاسهم و الاستثمار في السندات و ايهم افضل بالنسبة للموسسة الاقتصادية.
- ما هي المشتقات المالية، كيف ظهرت و هل يختلف عائد و مخاطرة الاستثمار فيها عن الاستثمار في الاسهم او السندات .
- عدد ابز انواع الاسهم و انواع السندات و ما هي مزايا الاستثمار في كل نوع منها.



الفصل السادس: مخاطر
الاستثمار في الأوراق المالية

الفصل السادس: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية: السندات والأسهم

تعرف المخاطرة على أنها الاحتمال الموضوعي لاختلاف الناتج الفعلي عن الناتج المتوقع، وبالتالي فظاهرة المخاطرة تنطوي على ثلاث عناصر، وهي⁹¹:

- احساس او شك داخلي يصاحب متخذ القرار أثناء عملية الاستثمار.
- عدم التأكد من النتائج، وهو ما يترتب عليه صعوبة التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية المترتبة عن اتخاذ قرار الاستثمار.
- تخضع ظاهرة المخاطرة لوسائل القياس الكمي للوصول الى نتائج محددة.

1. مخاطر الاستثمار في السندات

يواجه حامل السند جملة من المخاطر التي تؤثر على التدفقات النقدية المصاحبة للاكتتاب في السند، وتتمثل هذه المخاطر، في⁹²:

- مخاطر التضخم: تنخفض القيمة الاسمية للسند في أوقات التضخم لاقبل من القيمة الحقيقية لها، وللحد من هذا المخطر يجب على المستثمر لاخذ بعين الاعتبار التضخم المتوقع و تغطية الفائدة لهذا المخطر .
- مخاطر الاستدعاء: عندما يكون خطر الاستدعاء او الاطفاء بالقيمة السوقية للسند في اوقات انخفاض قيمة السند يلحق خسارة بحملة السندات، وللحد من هذا المخطر يجب دراسة شروط اتفاقية السند.
- مخاطر سعر الفائدة : هناك علاقة عكسية بين القيمة الاسمية للسند ومعدلات الفائدة السوقية، فعند ارتفاع معدلات الفائدة في السوق تنخفض قيمة السندات السوقية خاصة طويلة الاجل، ويتم الحد من هذا المخطر بالعمليات الاجلة او السندات ذات الفائدة المتغيرة.
- خطر الرافعة المالية للشركة المصدرة: ينتج هذا المخطر من كون السندات مصدر تمويل للشركة التي تطرحها للاكتتاب، وافراط الشركة في اصدار السندات يضعف قدرتها الائتمانية ويعرضها للمخاطر مثل مخاطر الافلاس، ولتجنب هذا المخطر لابد من تحري اختيار سندات ذات نوعية عالية.
- مخاطر السيولة: ترتبط مخاطر السيولة ارتباطاً وثيقاً بإمكانية بيع السندات في أي وقت وبأسعار تنافسية، فإذا قلت الفرص لتصريف هذه السندات في السوق قبل موعد استحقاقها بأسعار مقبولة، فإن ذلك يشير إلى زيادة في مخاطر السيولة. وهذا يعني أنه كلما تدنت احتمالية التخارج من الاستثمار بشكل مواف، ارتفعت المخاطر المتعلقة بالسيولة لدى حامل السند.

⁹¹ - براق محمد، الجودي صاطوري، مجلة دراسات اقتصادية، العدد الثامن، ص:

⁹² - يوسف سعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016، ص - ص: 73 - 74.

2. مخاطر الاستثمار في الأسهم

يتعرض حامل اسهم الى جملة من المخاطر تصنف الى مخاطر نظامية لا يمكن تجنبها، ومخاطر نظامية يمكن التقليل منها او تجنبها، بالاضافة الى مخاطر الاعمال والمخاطر المالية، ناهيك عن المخاطر المرتبطة بالسوق وتلك المرتبطة بالعمل، تبعا للتفصيل الموالي:

3. مخاطر الاستثمار المرتبطة بالمشتقات المالية

على الرغم من المزايا التي تحققها المشتقات المالية ، وما تنطوي عليه من وسائل لتوفير الحماية للمقرضين والمقترضين على حد سواء، الا انه بحكم تلك الأدوات، و التي ترتبط بالتوقعات لذلك فهي تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الاحيان الى خسائر هائلة، بل وتخلق ازمات فادحة، و كما هو معروف بأن المخاطر سمة اساسية للاستثمار في الأدوات التقليدية بوجه عام، الا ان هذه المخاطر تكون بشكل متزايد في حالة المشتقات المالية وتتمثل هذه المخاطر فيما يلي⁹³:

أولاً: مخاطر السوق Market Risk

تتمثل مخاطر السوق بوجه عام في احتمال التعرض لخسارة مالية تنتج عن التقلبات في أسعار السلع الأسهم وتحركات معدلات الفائدة، ومعدلات الصرف) وبالنسبة للمشتقات المالية فإن مخاطر السوق التي تتعلق بها تعتمد على السلوك السعري (price Behaviour) للأصول محل التعاقد وترجع التقلبات غير المتوقعة في أسعار المشتقات لما يلي:

- تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.
- نقص السيولة في السوق مما يؤدي إلى تدهور أسعار الأصول وصعوبة إبرام عقود جديدة من قبل حاملي عقود المشتقات، وذلك لتعديل مراكزهم لمواجهة انخفاض أسعار هذه الأصول.
- أيضا تتزايد حدة مخاطر السوق عندما يسيطر على السوق محتكرون، حيث يقوم صانعو السوق بعمليات البيع والشراء على نظام واسع، مما يؤثر على توقعات المتعاملين في المشتقات بشأن اتجاهات الأسعار المستقبلية الأمر الذي يؤدي إلى تقلب الأسعار بشكل عام .
- كما أنه في ظل ترابط الأسواق المالية بشكل كبير يمكن انتقال هذه المخاطر من سوق الآخر بسهولة كبيرة. وعلى أثر ذلك فإنه يكون من الضروري أن يقوم المستخدمون للمشتقات المالية بتحديد مكونات هذه المخاطرة ومعرفة كيف تتفاعل مع بعضها البعض حيث يعتمد تقديرها على تقييم السوق للأدوات المالية المستخدمة كغطاء من المخاطر.

⁹³ - فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، عمان - الأردن، 2017، ص - ص: 28 - 32.

ثانيا: المخاطر الائتمانية Credit Risk

وتسمى أيضا بمخاطر عدم الوفاء، حيث تعرف بأنها الخسارة المالية المحتملة والناشئة عن عدم وفاء أحد أطراف التعاقد بالتزاماته، وذلك عند عدم قدرته أو عدم رغبته في تنفيذ شروط العقد المحددة مسبقا. وينتشر هذا النوع من المخاطر في السوق غير الرسمية عنها في البورصة الرسمية مما يستلزم للمتعاملين في هذه الأسواق اتباع مجموعة من الإجراءات والأساليب التي تمكنهم من تقييم وإدارة هذه المخاطر والتي تشتمل على التالي:

- رقابة داخلية: عن طريق أدوات تضمن تقدير المخاطر الائتمانية قبل الدخول فيها مع الطرف الآخر.
 - أن يكون هناك توثيق دقيق للعقود حيث يخفف هذا الإجراء من المخاطر الائتمانية فهو يضمن الالتزام القانوني لتنفيذ العقود.
 - توفير الضمانات اللازمة التي تحد من التعرض للمخاطر الائتمانية من خلال تقدير الجدارة الائتمانية للطرف الآخر، الالتزام بسقوف معينة لهذه المخاطرة.
- هذا ويقاس أثر هذه المخاطرة بتكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق.

ثالثا: المخاطر القانونية Legal Risk

وهي التعرض لخسارة مالية ناتجة عن عدم القدرة على تنفيذ أحكام القضاء، وذلك من خلال عدم القدرة على تنفيذ ما يلي:

- عدم القدرة على تنفيذ العقود في حالة العسر والإفلاس.
- عدم توثيق العقود.
- عدم تمتع الطرف الآخر بالصلاحيات اللازمة للتعاقد.
- عدم وضوح الوضع القانوني لبعض التعاملات.
- التغييرات في البيئة القانونية تؤدي إلى بعض المخاطر التي تؤثر في القدرة على تنفيذ العقود .

رابعا: المخاطر التشغيلية operational Risk

وهي الخسارة المالية المحتملة الناشئة عن عدم كفاءة الرقابة الداخلية واختفاقها في إدارة التعامل بالمشتقات حيث أنها تنشأ نتيجة عدم توافر الكوادر البشرية التنظيمية الكفاء في إدارة وتشغيل المشتقات داخل المنشأة نفسها. وأيضا غياب التنسيق بين المسؤولين عن المحاسبة والتسجيل في الدفاتر المالية للصفقات والعمليات المالية. وذلك نظرا لما تتسم به المشتقات من تعقيد وتشابك فإنها تتطلب نظم عالية للرقابة الداخلية متمثلة فيما يلي:

- عمق وعي الإدارة العليا وتوافر المعلومات لديها.
- ضرورة توثيق السياسات وترتيب الأنشطة المسموح بها مع وضع حدود واستثناءات، وتقديم تقارير إدارية دورية ومراجعة داخلية مستقلة مدى الالتزام بهذه السياسات للضبط خلال جميع مراحل العمليات.

الفصل السادس: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية: السندات والأسهم

- اعدادات تكنولوجية ونظم معالجة للمدفوعات والمعاملات والمحاسبة عنها.

خامسا: مخاطر التسوية Settlement Risk

تعني التعرض لاحتمال خسارة مالية نظرا لرفض الطرف المقابل السداد في التاريخ المحدد للتسوية، وأن تكون قيمة الأصول محل التعاقد معرضة للتقلبات السعرية عند عدم توافق تسليم الأصل مع استلام الثمن في يوم التسوية وتوجد هذه المخاطر بصورة ملحوظة في اتفاقيات الصرف الأجنبي ومشكلة السداد بالعملة الأجنبية سواء أنيا أو أجلا .

ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات بشكل كبير باستعمال ما يدعى (بشروط تصفية للتسويات) Payment netting provision في الاتفاقيات الشاملة.

سادسا: المخاطر التنظيمية Regulatory Risk


تُعد المخاطر التنظيمية احتمالية وقوع خسائر مالية نتيجة لاضطرابات قد تحدث في الوضع المالي للمؤسسات المصرفية أو المالية العاملة في مجال المشتقات، مما قد ينجم عنه اضطرابات مماثلة في الأوضاع المالية للمؤسسات أخرى ضمن النظام المصرفي أو المالي، أو في أسواق مالية متصلة بسوق المشتقات. تتأثر هذه المخاطر بعدة عوامل منها حجم السوق ومدى تركيز المؤسسات الفاعلة فيه، بالإضافة إلى مستوى السيولة المتاحة والترابط بين الأسواق المختلفة. ولا تقتصر تأثيرات المخاطر التنظيمية على هذا النطاق فحسب، بل تمتد لتشمل مخاطر أخرى مرتبطة بأسواق المشتقات كالمخاطر الائتمانية ومخاطر التسوية، مما يستدعي تقييماً دقيقاً ومستمرًا لهذه العوامل لضمان استقرار النظام المالي.

سابعاً: مخاطر السيولة Liquidity Risk

تُعد مخاطر السيولة من التحديات الرئيسية في الأسواق المالية، إذ تظهر عندما يفتقر البائع للسيولة اللازمة لتحصيل قيمة الأوراق المالية المتفق عليها، مما قد يدفعه للاستدانة أو بيع أصوله للوفاء بالتزاماته. من ناحية أخرى، يواجه المشتري مخاطر مماثلة إذا ما أوفى بتمن الأوراق المالية ولم يتسنى له الحصول عليها في الوقت المحدد، مما يضطره للجوء إلى الاقتراض أو التعاقد مجددًا. هذه المخاطر تتطلب إدارة دقيقة لضمان استقرار الأسواق وحماية المتعاملين فيها. وبالرغم من السيولة المالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أن هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بسرعة كافية، وذلك لوجود عدة عوامل منها ما يتعلق بطبيعة هذه العقود، أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب، وغيرها، وهو ما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب في تسهيل مراكزها بسرعة.

أسئلة التقويم الذاتي

...



الفصل السابع: محفظة
الأوراق المالية

الفصل السابع: محفظة الأوراق المالية

كان ماركوينز هو الرائد في تأليف الأعمال المتعلقة بالمحافظ الاستثمارية في عام 1952، وقد تبعه في ذلك جملة من الباحثين والمحللين ككورن وشارب، اللذين أسهما في تطوير هذا المجال. وقد شهدت كل من بريطانيا والولايات المتحدة نشر هذه الدراسات، التي لعبت دوراً مهماً في تشكيل أسس التحليل الاستثماري خلال العقد الخامس والسادس من القرن العشرين. ويمكن من خلال العناصر المولية التطرق لمفهوم المحفظة الاستثمارية وأهميتها وأهداف وأنواعها وخصائصها وكذلك الغرض من إدارتها.

1. مفهوم محفظة الأوراق المالية وأبرز خصائصها

تستند الفكرة الرئيسية لتشكيل محفظة الاستثمارات المالية إلى اختيار توليفة من الأوراق المالية التي تهدف إلى تحقيق العائد الأمثل مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى محدد من المخاطرة.

1.1 مفهوم محفظة الأوراق المالية

تُعرف المحفظة الاستثمارية بأنها مجموعة مختارة بعناية من الأوراق المالية، تهدف إلى تحقيق أقصى عائد ممكن ضمن حدود مستوى خطر محدد، أو للوصول إلى مستوى خطر مقبول مع الحفاظ على عائد معين.⁹⁴ كما تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها مجموعة متنوعة من الأصول، وقد تشمل هذه الأصول عناصر عينية كالعقارات والمعادن الثمينة أو أصولاً مالية كالأسهم والديون، أو تكون مزيجاً من كلا النوعين. أما المحفظة المالية، فهي تلك التي تتألف من استثمارات مالية بحتة مثل الأسهم والسندات والعملات، وهي تختلف عن المحفظة الاستثمارية العامة بتركيزها على الأوراق المالية فقط. بالنسبة للمستثمرين، تمثل المحفظة توليفة أو تجميعاً من الأوراق المالية التي تضم أسهم وسندات وصكوك ومشتقات مالية لشركات ذات خصائص متفاوتة، وهذا التنوع يجسد مفهوم محفظة الأوراق المالية.⁹⁵

يُعرف مصطلح "المحفظة الاستثمارية" بأنها تشمل كافة الأصول التي يمتلكها المستثمر، بما في ذلك الأسهم والسندات وغيرها من الأصول القيمة، وتهدف إلى استغلال هذه الأصول بالشكل الأكثر فعالية لتحقيق أقصى عائد ممكن من الأموال المستثمرة.⁹⁶

تشتمل المحفظة الاستثمارية عادةً على توليفة متنوعة من الأدوات المالية والحقيقية، حيث تضم الأسهم، السندات، المشتقات المالية، الودائع البنكية، القبولات المصرفية، الأذونات الحكومية، والعملات الأجنبية، إلى جانب العقارات، المعادن النفيسة، والتحف الفنية. تعتمد كفاءة هذه المحفظة على مدى تنوعها وشمولها لأدوات استثمارية ذات قيمة اقتصادية مرتفعة، إدارة فعالة تنسم بالخبرة والمهارة، وكذلك وجود بيئة استثمارية مستقرة تزخر بالفرص الواعدة.⁹⁷

94 - محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية: إدارة، تحليل، تقييم، دار حميثرا للنشر والترجمة، عمان - الأردن، 2017، ص: 208.

95 - مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إتراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص: 199 - 200.

- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس، عمان - الأردن، 2008، ص: 26 - 27.

96 - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة، عمان - الأردن، 2009، ص: 73.

97 - هوشيار معروف، كاكا مولا، مرجع سابق، ص: 222.

من خلال ما تقدم يمكن تعرف المحفظة المالية على أنها أداة من أدوات الاستثمار المركبة، تتكون من مجموعة من الأصول المختلفة من حيث المصدر والآجال والنوعية والجودة، ويصطلح عليها عادة باسم المحفظة الاستثمارية فعلى الرغم من أن اسم المحفظة الاستثمارية أوسع من مفهوم المحفظة المالية باعتبارها تشمل الأصول المالية والأصول الحقيقية خلال فترة زمنية معينة، فيما تكون المحفظة المالية أكثر تخصصا بحيث تشمل الأصول المالية فقط، فالمحفظة المالية تمثل توليفة من الأوراق المالية يطمح من خلالها إلى الحصول على أكبر عائد وأقل مستوى من المخاطر. وتجدر الإشارة إلى أن هناك شبه اتفاق لدى المهتمين بالعلوم المالية والمصرفية على أن المحافظ الاستثمارية أصبحت مقتصرة على المفهوم المتخصص، وهي الأوراق المالية، وذلك لعدة اعتبارات يمكن إيجازها فيما يأتي⁹⁸:

- الأوراق المالية تعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في العصر الحديث، تبعاً لما توفره للمستثمر من مزايا وتسهيلات قد لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى.
- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والخبرة والتطور والتنظيم نادراً ما نجدها في أسواق أخرى.
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، حيث تتمتع الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات التي تصدر عن بعض الشركات بخاصية التجانس في قيمتها وشروطها، وهذا ما يسهل عملية المتاجرة فيها فهي لا تحتاج إلى الخبرة والتخصص في هذا المجال لوجود الوسطاء الذين يقومون مقام صاحب الورقة المالية.
- انعدام التكاليف في المتاجرة بالأوراق المالية، حيث تكلف المتاجرة مقتصرة فقط على العمولة التي يتقاضاها الوسيط أو السمسار عند قيامه بعملية البيع أو الشراء فقط، أما دون ذلك فالتكاليف تعتبر منعدمة.

2.1. خصائص المحفظة المالية

- تتمتع المحفظة المالية بجملة من الخصائص التي يمكن إيرادها من خلال ما يلي⁹⁹:
- قابلية القياس الكمي، وهو ما يسمح بتحليلها وتقييمها وتوجيه الأولويات بما يحقق القيمة المضافة ومن ثم تحقيق الهدف من الاستثمار.
 - تدار المحفظة باستثمار مكوناتها في سوق الأوراق المالية تبعاً للخطة المعتمدة وتوجيهات المحللين ورغبات المستثمرين.
 - تعتبر المحفظة المالية وعاء استثماري يهدف إلى تجميع مدخرات المستثمرين على نحو معين.
 - قد تأخذ المحفظة المالية بصفة خاصة شكل المشاركة ذات الشخصية الاعتبارية المعنوية، أو قد تكون وحدة تنظيمية بداخل الشركة المنشئة لها.
 - تقتزن دورة حياة المحفظة المالية بتواريخ استحقاق الأوراق المالية المشكلة لها.
 - عادة ما تتكون المحفظة المالية كبيرة الحجم من محافظ مالية فرعية تدار تبعاً لتسلسل هرمي.

⁹⁸-<http://fecg.univ-bouira.dz/wp-content/uploads/2021/11/%D8%AF%D8%B1%D9%88%D8%B3%D9%85%D8%AD%D9%81%D8%B8%D8%A9-%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9.pdf>

⁹⁹ - PMI, P. M. I. Project Management Institute (PMI): The Standard for Portfolio Management (U. Project Management Institute, Inc., USA, 2013, p 3-5.

الفصل السابع: محفظة الأوراق المالية

■ يمكن لمستثمر واحد أن يدير أكثر من محفظة مالية واحدة في نفس الوقت وذات أهداف استثمارية مختلفة. إن أهم خاصيتين يمكن معالجتهما للمحفظة المالية، هما العائد والمخاطرة، حيث انهما يعدان المقومان الأساسيين في تكوين المحفظة:

أولاً : العائد : يُشكّل العائد من الاستثمارات ركيزة أساسية يجب الانتباه إليها لضمان تحقيق الأهداف المنشودة، ويُعرف بأنه الدخل الصافي الذي يتم تحصيله من استثمار الأموال. هذا العائد يتضمن الأرباح النقية من الاستثمار وكذلك القيمة المضافة التي تُحقق، إلى جانب الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع أدوات الاستثمار المستخدمة في المحفظة. وتتعدد صور عوائد الاستثمار لتشمل، وبشكل رئيسي، توزيعات الأرباح والفوائد والأرباح الرأسمالية.¹⁰⁰ وتأخذ عوائد الاستثمار عدة أشكال، أهمها توزيعات الأرباح، الفوائد و الأرباح الرأسمالية. أما أنواع العائد على الاستثمار، فيمكن التطرق لها من خلال ما يلي¹⁰¹:

■ معدل العائد الحقيقي: يُعرف معدل العائد الحقيقي بأنه معدل الربح الذي يُحققه الاستثمار على مدى فترة معينة، ويتألف من العائد التشغيلي الذي يُحصل عليه من الاحتفاظ بالأصل، بالإضافة إلى العائد الرأسمالي الذي ينتج عن بيع الأصل أو تركيبة من الاثنين. ويُحسب هذا المعدل بقسمة قيمة الاستثمار في نهاية فترة الاستثمار على قيمته في بداية الفترة.

■ أما عائد المحفظة المالية فيُعرف على أنه المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأوراق المالية التي تُشكل المحفظة.¹⁰² وعائد المحفظة المالية يجسد من خلال دالة خطية ناتجة عن احتساب المتوسط المرجح بالأوزان للاستثمارات الفردية في المحفظة.

تُعتبر المحفظة الاستثمارية أداة تجميعية تشتمل على مختلف الأوراق المالية، وبالتالي، يُمثل العائد على المحفظة المالية المتوسط الوزني لعوائد هذه الأوراق، حيث تُحدد عوامل الوزن بنسبة الأموال الموظفة في كل فئة من فئات الأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي¹⁰³ :

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

حيث :

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية } i$$

$$X_i = \text{نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية } i$$

$$n = \text{تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة .}$$

أما العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية فيُعرف بأنه المعدل المرجح للعوائد التي يُتوقع تحقيقها من الأصول المالية المكونة لها، ويُحسب هذا العائد وفقاً للمعادلة التالية:

¹⁰⁰ - محمد غياث شيخة، مرجع سابق، ص: 99.

¹⁰¹ - المرجع نفسه، ص- ص:

¹⁰² - هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2002، ص: 424.

¹⁰³ - Berndt Jacquillat, Bruno Slonik, Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risque , Paris , 1994 , P :

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

حيث :

$$E(R_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية } i$$

المخاطرة: تعني الخسارة التي قد تحدث بسبب عدم اليقين في العائدات المتوقعة من استثمارات محفظة الأوراق المالية في المستقبل، والصيغة العامة لحساب مخاطر المحفظة تُعرف من خلال العلاقة الآتية¹⁰⁴:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2$$

حيث : δ_i = الانحراف المعياري للاستثمار .

عند تقييم مخاطر المحفظة الاستثمارية، من الضروري مراعاة التقلبات في عوائد كل أصل مالي، بالإضافة إلى مستوى العلاقة المتبادلة بين عوائد الأصول المختلفة التي تشكل المحفظة. وعليه، يُحدد الارتباط بين الأصول المالية من خلال معاملي الاختلاف والارتباط، حيث يُظهر معامل التغير العلاقة بين معدلات العائد لأصلين ماليين. يُعبر هذا المعامل عن ثلاث حالات؛ فإذا تحركت معدلات العائد للأصلين في اتجاه متماثل، يكون المعامل موجبًا، وإذا كانت الحركة في اتجاهات متعاكسة، يصبح المعامل سالبًا. أما إذا لم تكن هناك علاقة بين تحركات معدلات العائد وكانت مستقلة تمامًا، فيُصبح معامل التغير معدومًا. ولحساب معامل التغير، نستخدم الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{cov}(R_i, R_j) = P(R_i, R_j) \times \delta_i \times \delta_j$$

حيث :

$$P(R_i, R_j) = \text{معامل الارتباط بين الاستثمارين } i, j$$

$$\delta_i, \delta_j = \text{تمثل الانحرافات المعيارية لعوائد الاستثمارين.}$$

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التغير كما يلي:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2 + \sum \sum X_i \cdot X_j \cdot \text{cov}(R_i, R_j)$$

- صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط: معامل الارتباط هو مقياس إحصائي يعبر عن طبيعة العلاقة بين متغيرين والاتجاه الذي تأخذه هذه العلاقة. يتراوح معامل الارتباط بين قيمتين هما (+1) و (-1)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الحالات الآتية:

¹⁰⁴ - شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018، ص- ص: 17-19.

الفصل السابع: محفظة الأوراق المالية

- عندما يكون معامل الارتباط مساوياً لـ 1، فهذا يدل على وجود ارتباط إيجابي كامل بين عوائد نوعين من الأصول المالية، بمعنى أنهما يتحركان في نفس الاتجاه.
- في حالة معامل الارتباط يساوي -1، فإن ذلك يشير إلى ارتباط سلبي كامل، حيث تتحرك عوائد الأصول المالية في اتجاهات متعاكسة.
- إذا كان معامل الارتباط يساوي 0، فهذا يعني عدم وجود ارتباط بين عوائد الأصول المالية، أي أنها مستقلة تماماً عن بعضها البعض.

وتعطي الصيغة الرياضية لمعامل الارتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية

$$P(R_i, R_j) = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{\delta(R_i) \cdot \delta(R_j)}$$

ومن خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الارتباط تتوقف على معامل التغير بين المتغيرين (R_i, R_j)

ومنه تعطي صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط كما يلي:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2 + \sum \sum X_i \cdot X_j \cdot P(R_i, R_j) \cdot \delta(R_i) \cdot \delta(R_j)$$

2. تسيير المحفظة المالية

1.2. مراحل تسيير المحفظة المالية

لا يوجد هيكل معين او نمط موحد لتسيير و إدارة المحفظة المالية، حيث يختلف نمط تسييرها تبعا لكل مسير او مالك، و بصفة عامة يمكن الاشارة الى جملة من الخطوات المترابطة و المتشابكة من خلال اقتراح الشكل الموالي:

الشكل رقم 11: خطوات تسيير محفظة الأوراق المالية



المصدر:

ويمكن التفصيل في مراحل تسيير محفظة الأوراق المالية، من خلال ما يلي¹⁰⁵:

■ تحديد أهداف تكوين وتسيير محفظة الأوراق المالية: حيث تختلف أهداف تكوين المحافظ المالية باختلاف أولويات واحتياجات مالكي المحفظة، فالأهداف التي تسعى صناديق التوفير إلى تحقيقها من تكوين المحفظة تختلف عن تلك التي تسعى إلى تحقيقها شركات التأمين أو البنوك، ومن الأهداف الرئيسية من تملك المستثمرين لحافظ الأوراق المالية تحقيق العائد والتحكم في المخاطرة، وبالإضافة إلى هذين الهدفين هناك أهداف أخرى، ومن هذه الأهداف:

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- نمو المحفظة، أي تضخيم قيمتها السوقية
- تحقيق نمو مستمرة في الأموال المستثمرة.
- تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع
- تقليل الضرائب، حيث أن بعض الإيرادات الناتجة من الأوراق والمالية معفاة من الضرائب.

¹⁰⁵ - تسيير محفظة الأوراق المالية، محاضرات السنة الثانية ماستر، إدارة مالية، جامعة جيجل ص - ص: 9-10. متاح على الرابط: <http://elearning.univ->

ويتضح مما سبق أن أهداف تسيير محفظة الأوراق المالية متعددة فقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى المستثمر إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الإستثمار المبنية على تحليل الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية.

- التحليل والتنبؤ بظروف البيئة الخارجية: تتأثر سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية بشكل كبير بظروف البيئة الخارجية، وعلى الرغم من أنه لا يمكن إجراء تنبؤات دقيقة على البيئة الخارجية، لأن تلك التنبؤات تخضع لظروف عدم التأكد، إلا أنه يمكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد لتسيير المحفظة، أو الإجابة على التساؤلات التي تواجه مدير المحفظة عند شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، وأهم هذه التساؤلات ما هي الأوراق المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها، وما هو التوقيت المناسب لذلك، ويعتمد في ذلك على نوعين من التحليل هما: التحليل الأساسي والتحليل الفني.
- وضع سياسات تسيير محفظة الأوراق المالية: سياسات إدارة محفظة الأوراق المالية تختلف باختلاف احتياجات كل مستثمر واختلاف كذلك السياسات المتبعة من مستثمر لآخر، ومما لا شك فيه أنّ نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في تسيير محفظته ستؤثر حتماً على مكونات تشكيلة أصولها، وتنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي، سياسة استثمارية محاطة أو هجومية سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية، سياسة متوازنة. ويمكن تناول هذه السياسات فيما يلي¹⁰⁶:

اولاً: سياسة المخاطر أو الهجوم Aggressive Policy: تسعى هذه الاستراتيجية لتحقيق أرباح فورية ومرتفعة، مع تقبل المخاطر الكبيرة، وعليه، تتألف المحفظة الاستثمارية من أسهم ذات نمو متسارع قادرة على جلب أرباح كبيرة. ومع ذلك، تتسم هذه الأسهم بمخاطر مرتفعة نظراً لتأثيرها الواضح بالتقلبات الاقتصادية. يُطلب من مدير المحفظة الاستثمارية أن يتخذ قراراته بحذر لتجنب الخسائر، ويُفضل اعتماد هذه الاستراتيجية في أوقات الازدهار الاقتصادي، حيث تُسفر الأسهم العالية المخاطر عن أرباح أكبر بسبب حساسيتها للتغيرات الاقتصادية، فتعود بأرباح مجزية في فترات الرواج، وقد تُسجل أرباحاً ضئيلة أو خسائر في زمن الركود.

ثانياً: السياسة المتحفظة أو الدفاعية: تسعى هذه السياسة الحذرة أو الوقائية إلى تحقيق أرباح مستقرة بمخاطر منخفضة، ولهذا تعتمد بشكل أساسي على السندات والأسهم ذات الاختيار الدقيق، التي تتسم بمخاطر ضئيلة وفوائد محددة وعوائد ثابتة. ومن المعلوم أن المحفظة قد تضم أسهم شركات النخبة الكبرى المستقرة، والتي تتأثر بشكل طفيف بالتقلبات الاقتصادية والمالية، خاصة في سوق الأوراق المالية. ويُفضل اعتماد هذه السياسة في أوقات الركود الاقتصادي، إذ تكون الشركات الكبرى القوية أقل تأثراً بالتغيرات الاقتصادية، مما يجعل انخفاض أسعار أسهمها أقل بكثير من تلك الشركات الناشئة.

¹⁰⁶ - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013، ص-ص: 23 - 24.

ثالثاً: السياسات المتوازنة: تمثل مزيجاً من الاستراتيجيات الجريئة والحذرة، حيث تعمل إدارة الاستثمار على توزيع الأموال بين الأصول ذات العائد والمخاطر العالية وتلك التي تقدم دخلاً ثابتاً نسبياً ولا تتأثر كثيراً بتقلبات السوق. تتميز هذه الإدارة بالمرونة في تخصيص الأموال بين الاستثمارات الدفاعية والهجومية، بحيث يزداد الاستثمار في الأصول الهجومية عند تحسن الأوضاع الاقتصادية ونشاط السوق المالي، ويتجه الاستثمار نحو الأصول الدفاعية عند الركود الاقتصادي. يُنصح بتطبيق هذه السياسة عندما تكون الأوضاع الاقتصادية غير واضحة.

3. أهمية وأهداف تسيير أو إدارة المحفظة الاستثمارية

1.3. أهمية إدارة المحفظة الاستثمارية

عقب ربع قرن من الدراسات التي قام بها العالم ماركويتز الأمريكي، تبلورت إدارة المحافظ كأحد أبرز المجالات في الإدارة المالية، وأضحى تتمتع بأهمية أكاديمية توازي مجالي إدارة الاستثمار والأسواق المالية، حيث تشترك جميعها في الاهتمام بالاستثمار ضمن الأسواق المالية المتنوعة. وفيما يلي، نستعرض أهم النقاط البارزة في إدارة المحافظ الاستثمارية:¹⁰⁷

- - يشهد القطاع الاستثماري والصناعي تدفقات مالية كبيرة، حيث يتم توجيه هذه الأموال للاستثمار في الأسهم والسندات.
- - تقوم المؤسسات الاستثمارية ومراكز الخبرة بتوسعة نطاق خدماتها وتقديم استشارات للمستثمرين، لاسيما في مجال الأسهم والسندات، وقد شهد الآونة الأخيرة ازدياداً في الاستثمار العقاري.
- - يركز المستثمرون على تحقيق أرباح سريعة، مما يستدعي تطوير منهجية علمية فعّالة لبلوغ هذا الهدف.

2.3. أهداف تكوين وإدارة المحفظة المالية

تتباين الغايات وراء إدارة المحافظ المالية بين المستثمرين، سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات، بناءً على ظروف كل منهم الخاصة. ويأتي في مقدمة هذه الغايات، تنمية القيمة الإجمالية للمحفظة وضمان الحصول على عوائد منتظمة، بالإضافة إلى الحماية من المخاطر المالية. وتشكل مكونات المحفظة جزءاً لا يتجزأ من تحقيق هذه الأهداف. وبالإضافة إلى الأهداف الرئيسية، توجد أهداف فرعية تتعلق بمدى الاستثمار، سواء كانت قصيرة أو متوسطة الأمد، وطبيعة العائد المالي المرجو من الاستثمار، والذي يتم تحديده وفقاً للخطة المالية المستقبلية، وعلى هذا الأساس، يتم انتقاء الأوراق المالية التي تلائم أهداف المستثمر، ومن الأهداف الأساسية لإدارة المحفظة المالي، نجد ما يلي:¹⁰⁸

- أ- الحفاظ على رأس المال الأصلي: يُعتبر الحفاظ على القيمة الأولية للمال مقصداً رئيسياً لكل المستثمرين، بصرف النظر عن حجم ثروتهم أو أهدافهم الاستثمارية، إذ يُشكل هذا الحفاظ عاملاً أساسياً لبقاء

¹⁰⁷ - غازي فلاح المومني مرجع سابق، ص: 19.

¹⁰⁸ - محمد عبد الله شاهين محمد، 2007، مرجع سابق، ص - ص: 208 - 210.

الفصل السابع: محفظة الأوراق المالية

المستثمر في السوق. وعلى الرغم من أن زيادة طموحات المستثمر قد تُبشر بارتفاع فرص الربح، إلا أنه من الضروري ألا تؤدي مغامراته الاستثمارية إلى المخاطرة برأس ماله الأساسي. ولا ينحصر مفهوم رأس المال الأصلي في المبالغ المالية التي يبدأ بها المستثمر فحسب، بل يشمل أيضًا الحفاظ على قوته الشرائية من خلال حماية هذه الأموال من التقلبات الناجمة عن التضخم، فإن الفشل في الحفاظ على القيمة الشرائية للأصول المالية يُعد خسارة في القيمة الأولية لرأس المال.

ب- تنمية المحفظة: يتمثل في زيادة قيمتها السوقية، حيث يُعد الارتقاء برأس المال ذا أولوية لمعظم المستثمرين نظرًا للأرباح المتوقعة التي يمكن أن يجنيها من استثماراته، مما يمنحه ضمانات مستقبلية معززة.

ت- استمرار تدفق الدخل: يُعد الحفاظ على استمرارية تدفق الإيرادات هدفًا أساسيًا يستحق اهتمام المستثمرين، إذ يمنحهم الفرصة للاستفادة من إيرادات إضافية بشكل دوري، وذلك من خلال تضمين محافظهم الاستثمارية لأصول تُدر دخلًا ثابتًا مثل السندات طويلة الأمد، بالإضافة إلى أصول أخرى تُدر دخلًا متغيرًا كألسهم. كما يُمكن هذا الهدف المستثمر من وضع خطط لإعادة استثمار هذه الإيرادات حسب رغبته، أو استخدامها في تغطية نفقات طارئة.

ث- القابلية للتسويق والسيولة: تعتمد سيولة المحفظة المالية على مدى سهولة تداول الأوراق المالية التي تضمها، إذ تزداد السيولة بقدرة التصرف في الأوراق المالية بيسر ودون تكبد خسائر. يميل المستثمرون للتركيز على الأوراق التي يمكن بيعها بسهولة في السوق في أي وقت، وذلك لتجنب انخفاض قيمتها إذا لم تحظ بإقبال واسع من قبل المستثمرين.

ج- التأمين ضد المخاطر: يُعد التحوط من المخاطر عبر تنويع الاستثمارات أسلوبًا فعالًا يُقلل من مخاطر الاستثمار، حيث يؤدي زيادة عدد الأوراق المالية في المحفظة إلى تقليل الانحراف القياسي لها. ولكن، يترتب على ذلك ضرورة بذل مزيد من الجهد في المتابعة وجمع المعلومات من شركات أكثر، مما قد يُسبب تكاليف إضافية. لهذا، من الضروري أن يجد المستثمر التوازن الصحيح بين هذه العناصر لتحقيق الوضع الأمثل لمحفظته الاستثمارية.

عموماً فإن الهدف من المحفظة أو بصورة أدق إدارة المحفظة هو السعي إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطر ممكنة (الموازنة بين العائد والمخاطرة) مع ضمان عنصر السيولة، أي إدارة الأموال بفاعلية وبأقل خسائر ممكنة ومهما كان نوع المحافظ فهي تشترك في أهداف إستراتيجية ، تتمثل في:

- المحافظة على رأس المال الأصلي: بالاعتماد على تنويع الأوراق المالية وبالتالي تنويع درجة المخاطر والعائد.
- تخفيف أفضل عائد بأقل مخاطر محتملة.
- الحفاظ على مستوى مقبول من السيولة، من خلال الاستثمار في أوراق مالية قابلة للتسويق بسهولة دون تحقيق خسائر كبيرة، بما يتيح إمكانية مواجهة حالات العسر المالي، ومرونة في التغيير في هيكل المحفظة.

■ استدامة واستمرارية نمو رأس المال: عبر تأمين الحصول على الدخل _ الدخل الجاري والربح الرأسمالي - بصفة مستمرة.

4. أنواع وتصنيفات المحافظ المالية

هناك عدة معايير معتمدة لتصنيف المحافظ المالية، ويمكن إيرادها من خلال ما يلي:

أولاً: تصنيف المحافظ المالية تبعاً لمالك المحفظة: ويندرج ضمن هذا التصنيف المحافظ المالية التالية: ¹¹⁰:

أ- محافظ العملاء: أو ما يعرف بالمحافظ الخاصة: حيث تعود ملكيتها لمستثمر واحد وتشكل تبعاً لأهدافه ورغباته، إذ يحدد الأدوات المالية المتضمنة في المحفظة ونسب توزيعها وأسلوب إدارتها، وفي حال الاعتماد على شخص آخر يديرها، فإنها تدار تبعاً لرغبات وتوجهات المستثمر المالك، أو يترك للمدير حرية التصرف تبعاً لما تقتضيه ظروف السوق ومستجدات الاستثمار شريطة أن تدار المحفظة على نحو يوازن بين الأمان والسيولة والربحية لتحقيق الأهداف المتوخاة من تكوين المحفظة.

ب- محافظ المؤسسات أو محافظ عامة: تتألف هذه المحافظ من مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تم تشكيلها مسبقاً، وقد تظهر في صورة شركات استثمار عامة تطرح أسهمها للاكتتاب. تتبع هذه المحافظ استراتيجيات وتخطيطات محددة، ويجب أن يستند كل قرار استثماري يُتخذ إلى معايير العلمية والموضوعية لضمان عدم تأثر المساهمين بأية تداعيات سلبية. يُعتبر المستثمر شريكاً في رأس المال ويشارك في إدارة المحفظة بنسبة ما يمتلك من أسهم.

ثانياً: المحافظ المالية أو الاستثمارية حسب نوع الأوراق المالية المكونة لاصول المحفظة: ويمكن التمييز بين ثلاث أنواع، وفق ما يلي:

- محفظة الدخل: The income portfolio: تُعتبر المحفظة الدفاعية أو ما تُعرف بمحفظة الدخل، استراتيجية استثمارية تسعى لتوليد دخل ثابت ومرتفع للمستثمر مع تقليل المخاطر المرتبطة بها. يتجلى دور مدير المحفظة في كفاءته بالعثور على الأوراق المالية التي تُسهم في تحقيق عوائد مجزية، حيث يأتي الدخل من خلال الفوائد التي تُدفع على السندات، مع الأخذ بعين الاعتبار انتقاء السندات التي توفر أعلى عائد في أقصر فترة ممكنة. بالمثل، يُعد اختيار الأسهم التي تُقدم توزيعات أرباح مرتفعة وتحمل مخاطر أقل جزءاً لا يتجزأ من تحقيق الدخل المنشود.¹¹¹

- محفظة النمو أو الربح أو المحفظة الهجومية The Growth Portfolio: هي المحفظة المصممة لاستهداف الأسهم ذات الأداء العالي في الأرباح والقيمة السوقية. تضم هذه المحفظة شركات تشهد نمواً سنوياً في الأرباح، وتميز بوجودها في قطاعات متقدمة تُسهم في استثمارات مُربحة، وتمتلك هيكلًا ماليًا متوازنًا، وقدرة

¹¹⁰ - الهندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، منشآت المعارف، الإسكندرية- مصر، 1999، ص 424

- . بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة الجزائر، 2004، ص 38.

- . ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان- الأردن، 2003، ص 43.

¹¹¹ - غازي فلاح المومني مرجع سابق، ص: 21.

ذاتية على التمويل، ومعدلات عائد مرتفعة، وقيمة سوقية تفوق الأسهم الأخرى. هذه المحفظة تُعزز القيمة السوقية وتناسب المستثمرين الراغبين في عوائد مرتفعة مع تحمل مخاطر معتدلة.¹¹²


- محفظة مختلطة أو ما يعرف بمحفظة الربح والعائد أو المحفظة المتوازنة The Mixed Portfolio تسعى للجمع بين حماية رأس المال وضمان تدفق دخل ثابت، حيث تُدمج بين الأوراق المالية ذات المخاطر المنخفضة وتلك التي توفر عوائد مرتفعة مع مخاطر أعلى. يُفضل المستثمرون هذا النوع من المحافظ لأنه يوازن بين الرغبة في الحصول على عائد واستعدادهم لتحمل المخاطر.¹¹³

¹¹² - بن داود آمنة، ولد عابد عمر، اثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية، دراسة قياسية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2021 - 2023، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 16، العدد ديسمبر 2023، ص: 90.

¹¹³ - حسين عصام، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان -الأردن، 2008، ص: 207.

أسئلة التقويم الذاتي

- عرف المحفظة المالية ، وما الفرق بين المحفظة المالية و المحفظة الاستثمارية؟
- فسر مصطلح تسيير او إدارة المحفظة المالية ؟
- ما هي المداخل المختلف لتصنيف المحافظ المالية؟
- هناك عدة اهداف لتسيير او إدارة المحفظة المالية عددها مع التوضيح.
- ماهي سياسات المحفظة المالية و أي الحالات التي تقابل كل سياسة في تسيير المحفظة؟
- كيف يتم انشاء مفضة استثمارية ؟
- ما الفرق بين المحافظ الاستثمارية و صناديق الاستثمار؟
- ما الفرق بين محافظ النمو و محافظ الدخل ؟
- ما هي أهم السياسات المهتمدة في المحافظ ، و ما هي أفضلها؟



الفصل الثامن: المحفظة
الأوراق المالية المثلى
واستراتيجية تنويعها لتقليل
المخاطر

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

1. إستراتيجيات التنويع للمحافظ الاستثمارية

1.1. نظرية المحفظة الاستثمارية

2.1. مفهوم التنويع

يُعرف التنويع في مجال الاستثمار بأنه إستراتيجية اختيار مجموعة متنوعة من الاستثمارات لتشكيل محفظة، بهدف تقليل المخاطر المرتبطة بعائدات المحفظة، وذلك دون التأثير سلباً على قيمة العائد. تتمثل هذه العملية في دمج الأصول بطريقة تخفض من مخاطر المحفظة الاستثمارية، حيث يُنظر إليها كوسيلة لتوزيع الرأسمال المستثمر عبر مجموعة متنوعة من الأصول لتحقيق توازن بين تقليل المخاطر وتعظيم العوائد. كما يُقال إن التنويع يتضمن تشكيل محافظ استثمارية من أدوات مالية وعينية تتميز بعوائد لا ترتبط بشكل كامل، مما يسهم في تقليل التعرض للمخاطر الكلية، ويمكن ايجاز اهم المفاهيم الاساسية لقاعدة التنويع بالاتي¹¹⁴:

- اذا توفر عدد كبير من الموجوجات التي ترتبط ببعضها ارتباطا تام سالب، أي عندما يكون عائد الموجود الاول مرتفع فعن عائد الموجود الثاني يكون منخفض (معامل الارتباط = -1) فان التنويع في مثل هذه الحالة سوف يزيل المخاطرة اللانظامية بصورة كلية.
- اذا كانت الموجودات المتوافرة غير مرتبطة ببعضها، أي ان معامل الارتباط فيما بينها يساوي صفر، فإن التنويع في هذه الحالة سوف يخفض لمخاطرة اللانظامية بصورة كبيرة ولكنه لا يحدفها بصورة كلية.
- اذا كانت الموجودات المتاحة ترتبط ببعضها ارتباطا موجبا (معامل الارتباط = +1) فإن التنويع في مثل هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض في المخاطرة اللانظامية.

وبصفة عامة ان معظم الموجودات ترتبط عوائدها ببعضها ارتباطا موجبا، ولكن ليس تاما، وتعتمد درجة الارتباط بشكل اساسي على العوامل الاقتصادية، وهذه العوامل عادة قابلة للتحليل ومن ثم فعن درجة تأثير التنويع على الخطر الذي تتعرض له الشركة يتوقف على الظروف الاقتصادية السائدة وعلى طبيعة الاستثمارات القائمة والاستثمارات المقترحة.

ان مبدأ التنويع يقوم على اختيار توليفة من الاوراق المالية على النحو الذي يؤدي الى تدنية المخاطرة، و قبل طرح نظرية المحفظة للعالم Markowitz ساد اعتقاد بانه بمجرد زيادة الاستثمارات فإن التنويع سوف يقلص اليا المخاطرة أي قاعدة بسيطة تقرر علاقة عكسية بين التنويع والمخاطرة ، ولكن اثبت Markowitz 1952 ان

114 - جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة محفظة الاستثمارية المثلى: بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية و الادارية ، لسنة الثانية عشر، المجلد الرابع عشر، العدد 37، 2016، ص : 246.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى واستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

هذه القاعدة متعلقة بالتنوع الساذج الذي قد لا يؤدي الى تقليل المخاطرة، ووضع نظرية خاصة بالتنوع الكفاء، الذي يعول عليه في تقليل المخاطرة، اذا ما حقق ثلاث شروط¹¹⁵:

- - يجب أن يكون معامل الارتباط بين الاستثمارات المختلفة ضمن المحفظة سالبًا قدر الإمكان، بمعنى أن تكون العلاقة بينها عكسية، مما يساعد على خفض المخاطر.
- - ينبغي أن يتم توزيع الأموال بين الاستثمارات بشكل مثالي وليس عشوائيًا، باستخدام نماذج رياضية متقدمة لضمان التوزيع الأمثل.
- - يتعين اختيار الاستثمارات التي تُضم إلى المحفظة بعناية، بحيث تكون من بين الاستثمارات الفعالة التي تقدم عائداً أعلى مع مخاطر متساوية، أو مخاطر أقل مع عائد متساوي.

3.1. طرائق و اساليب تنويع محفظة الاوراق المالية Diversification Methods

كما اشير له سابقا و تم توضيحه فغن التنوع هو وسيلة لتقليل المخاطر غير المنتظمة في المحفظة. الفكرة وراء التنوع هي نشر ميزانية الاستثمار على مجموعة من الأصول لإنشاء محفظة من الأصول المتنوعة وبالتالي نشر المخاطر، منطق الاحتفاظ بأصول متنوعة هو أن سعر الأصول المتنوعة لا يتغير في نفس الاتجاه وفي نفس الوقت أو بنفس المعدل من الناحية الفنية، فإن الجمع بين الأصول ذات العائد المرتبط سلبًا والارتباطات المنخفضة، يقلل بشكل كبير من إجمالي التباين أو التشتت (أي المخاطرة) في عائد المحفظة، بمعنى آخر "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة". تتمثل الخاصية الرئيسية لإنشاء المحافظ الاستثمارية في التنوع الذي يهدف إلى تقليل المخاطر، حيث يُمكن هذا التنوع المستثمر من انتقاء مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، مما يساهم في توزيع المخاطر وتقليل احتمالية الخسارة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع أهمها،¹¹⁶:

1. 3. 1. التنوع حسب جهة الاصدار: يُعد استراتيجية مهمة في عالم الاستثمار، حيث يتمثل الهدف منها في توزيع الاستثمارات عبر مجموعة متنوعة من الأوراق المالية التي تصدرها شركات متعددة بدلاً من الاعتماد على ورقة مالية واحدة من شركة واحدة. هذا النهج يقلل من المخاطر ويزيد من فرص تحقيق الأرباح. ومن الطرق الشائعة لتحقيق التنوع، نجد التنوع البسيط، الذي يعتمد على اختيار الأوراق المالية بشكل عشوائي، وتنوع ماركويتز، الذي يركز على تحليل وتوزيع المخاطر والعوائد.

1. 3. 1. 1. التنوع الساذج Superfluous or Naive Diversification يقوم المستثمر بتحديد مجموعة من الأوراق المالية بشكل عشوائي وتوزيع متساوي الأوزان، ليعملها إلى محفظته الاستثمارية. هذا الأسلوب يهدف إلى تقليل المخاطر غير المنتظمة التي قد تؤثر على المحفظة بأكملها، مما يجعل المخاطر المتبقية هي تلك المرتبطة بالسوق ككل. يستند هذا النهج إلى المبدأ القديم القائل بأنه لا يجب وضع كل البيض في سلة واحدة. ومع ذلك،

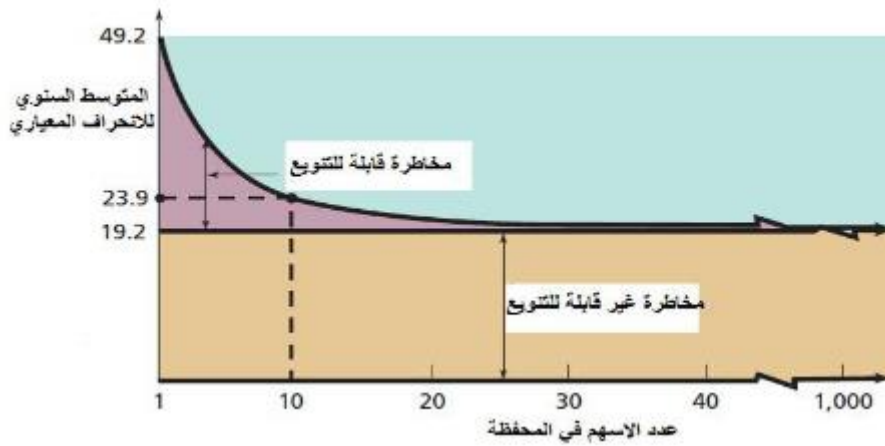
¹¹⁵ - محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، القاهرة - مصر، 1998، ص: 30.

¹¹⁶ - نور صباح حميد الدهان، أثر المخاطرة القطرية في مفضة السهم المثلى: دراسة تطبيقية ف سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005 - 2015، اطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية و المصرفية، العراق، 2017، ص - ص: 40 - 44.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى واستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

يُنتقد التنويع الساذج لأنه قد يؤدي إلى تقليل الفوائد المحتملة على الرغم من انخفاض تكاليف المعاملات، كما أنه لا يأخذ في الاعتبار معامل الارتباط بين الأوراق المالية والعلاقة بين العائد والمخاطرة.

الشكل رقم 12: العلاقة بين الانحراف المعياري وعدد الأسهم في المحفظة



المصدر: نور صباح حميد الدهان، مرجع سابق، ص: 41 .

يوضح الشكل رقم العلاقة بين الانحراف المعياري وعدد الاسهم في المحفظة ومن خلاله نلاحظ العلاقة العكسية بين عدد الاسهم والمخاطرة، أي انه بزيادة عدد الاسهم سيؤدي ذلك الى انخفاض المخاطرة، وكذلك يوضح نقطتين رئيسيتين الأولى منها تتعلق ببعض المخاطرة المرتبطة بالموجودات الفردية يمكن التخلص منها من خلال تشكيل المحفظة ، وتسمى عملية نشر الاستثمار في الموجودات المختلفة وبالتالي تكوين محفظة بالتنويع والذي من خلاله يمكن التخلص من المخاطرة غير النظامية او تسمى بالمخاطرة القابلة للتنويع (diversifiable risks).

والنقطة الثانية هي بنفس الأهمية وهناك حد أدنى من المخاطرة التي لا يمكن التخلص منها ببساطة عن طريق التنويع ويسمى هذا المستوى الحد الأدنى "مخاطرة غير قابلة للتنويع (diversifiable).

وتجدر الإشارة الى ان التنويع الساذج هو تنويع عشوائي، ومعني اخر شراء عدد كبير من الاوراق المالية دون الاخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة ، العوائد المتوقعة او الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة، ولكن يجب عدم امغالاة في التنويع والا تكون لواجهة إدارة المحفظة الاستثمارية اثار عسية يمكن حصرها، فيما يلي¹¹⁷:

- صعوبة إدارة المحفظة عندما تكون المحفظة مكونة من عدد كبير من الاسهم والسندات تواجه إدارة المحفظة صعوبة كبيرة في عملية المتابعة والتحليل المستمر في كل مصدر من مصادر الاوراق المالية المختلفة فتتحمل إدارة المحفظة في هذه الحالة عبئا ابر وتكلفة اكبر.

¹¹⁷ - بوشامي عبد القادر، تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2014 - 2018، اطروحة دكتوراة ، شعبة علوم التسيير ، تخص إدارة مالية، جامعة الواد، الجزائر ، 2021 / 2022، ص- ص 27- 28.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

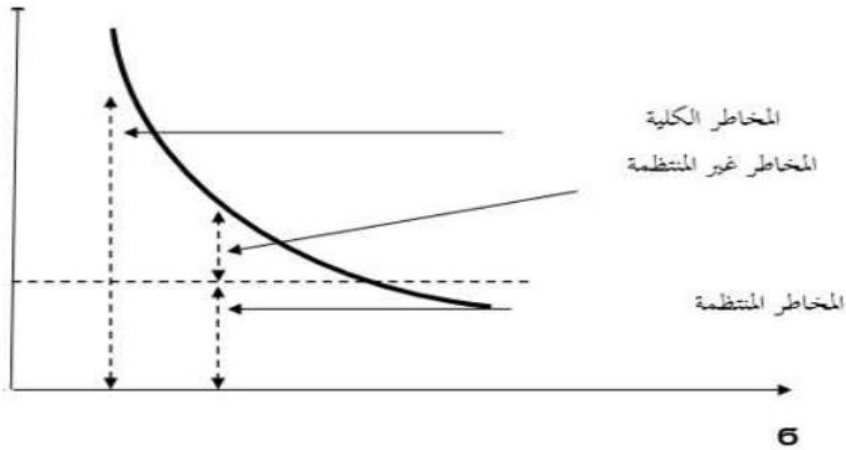
- اتخاذ قرارات عشوائية غير سليمة وذلك نتيجة للمغالاة في التنويع يث يكون من الصعب دخول استثمارات جديدة للمحفظة المالية، فعندما يون التنويع فيه مغالاة كبيرة تكون فرصة إيجاد قرارات خاطئة أكبر.

- ارتفاع مستوى تكاليف الشراء ان التنويع الزائد يؤدي الى شراء صفقات صغيرة قد يترتب عنها تكاليف اعلى من الصفقات الكبيرة.

ويمكن توضيح اثر التنويع الساذج بصورة ادق على مخاطر المحفظة من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم : اثر التنويع الساذج على مخاطر المحفظة

الشكل رقم 13: أثر التنويع الساذج على مخاطر المحفظة



المصدر : بوشامي عبد القادر، مرجع سابق ، ص: 28.

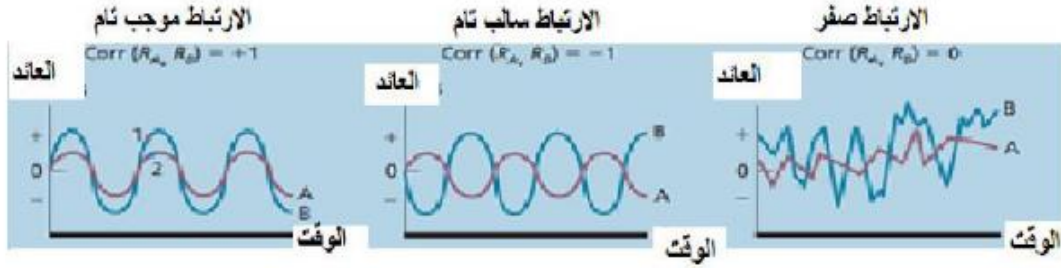
1 . 3 . 2.1 تنويع ماركويتز Markowitz Diversification

على الرغم من اهمية التنويع الساذج في انخفاض المخاطرة بزيادة عدد الأوراق المالية ولكن قد نتساءل عما إذا كان بالإمكان تحقيق ارباح أكبر عن طريق اتباع نهج أكثر تطوراً؟ الاجابة على هذا التساؤل هي نعم .

فالفكرة الاساسية في تنويع ماركويتز تعتمد على معاملات الارتباط بين الموجودات والتي تؤدي الى انخفاض مخاطرتها، الذي هو مدى ارتباط العائد على موجودين للتحرك معاً. إذا كان العائد على الموجودات يميل إلى ان يتحرك ارتفاعاً وانخفاضاً معاً ترتبط بشكل إيجابي، اما إذا كانت تميل إلى التحرك في اتجاهين متعاكسين، سيكون الارتباط بشكل سلبي، وإذا لم يكن هناك علاقة خاصة بين اثنين من الموجودات، والواضح أنها غير مترابطة، ويتراوح معامل الارتباط بين (+1، -1) فالسالب يدل على وجود علاقة عكسية بين الموجودات أي ارتفاع احدهما يؤدي الى انخفاض الاخر والعكس، اما الاشارة الموجبة تدل على الارتباط الموجب بينهما أي انهما يرتفعان و ينخفضان معاً.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

الشكل رقم 14: معاملات الارتباط في توزيع ماركويتز



المصدر: نور صباح حميد الدهان، مرجع سابق ، ص: 42.

1 . 3 . 3. التنوع الدولي : International Diversification

يعد التنوع الدولي ذات أهمية كبيرة في عملية الاستثمار ، اذ يوفر فرص استثمارية للمستثمر تمكنه من تحقيق الارباح مع تخفيض المخاطرة ونعني بالتنوع الدولي إضافة الموجودات الاجنبية للاستثمار في المحفظة والتي تؤدي الى تخفيض المخاطرة الكلية للمحفظة .

منذ ان اكد (Solnik (1974) أن التنوع الدولي هو احد الطرق المهمة في تخفيض المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر فقد اكد بعده العديد من الكتاب من خلال الأوراق البحثية أكثر حداثة مثل (Heston & Rouwenhorst) عام (1994) و (Griffin & Karolyi) عام 1988 الذين قدموا ادلة أكثر على مزايا التنوع بين البلدان (الدولي)

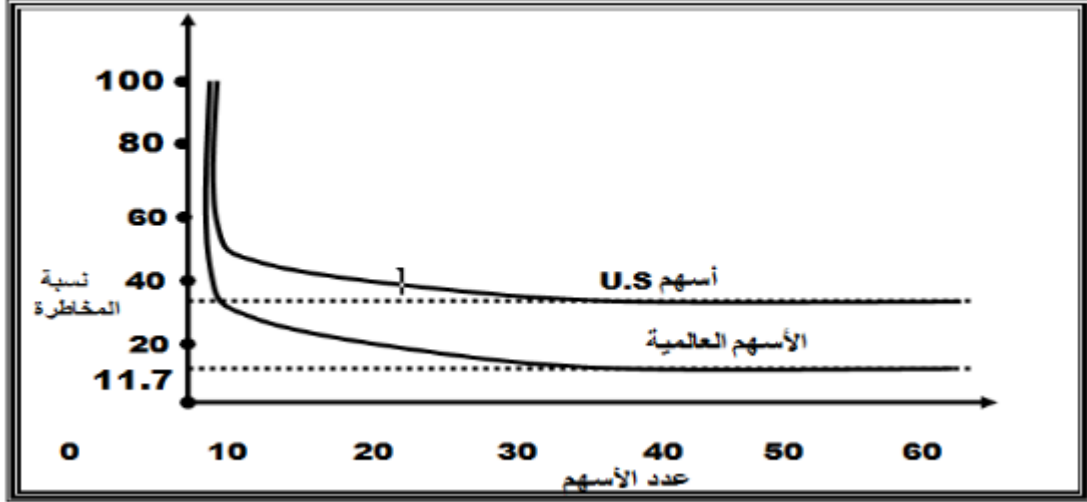
وبتوثيق العديد من الدراسات فان هنالك العديد من الفوائد لإستراتيجية التنوع، فقد وضع Solnik أن مزايا كبيرة في الحد (تقليل) من مخاطر يمكن الحصول عليها من خلال تنوع محفظة في الأوراق المالية الاجنبية وكذلك في الأسهم العادية المحلية وكان الدافع الأساسي لتكوين محفظة متنوعة من الأسهم هو للحد من المخاطرة، وكذلك اكد Eun and Resnick على الارباح المحتملة من التنوع الدولي وقد وجد Meyer and Rose ان التنوع الدولي يمكن أن يكون مفيدا ويشكل وسيلة لإدارة الأزمات في الأسواق المتقدمة إضافة الى Driessen and Laeven الذين أكدوا على الفوائد الكبيرة والارباح المحتملة من الاستثمار في الخارج من تنوع المحفظة الدولي، ويمكن تحديد فوائد التنوع الدولي من خلال عنصرين ، هما :

- فوائد التقليل من المخاطر المحتملة لامتلاك الاوراق المالية الدولية.
- مخاطر الصربي الاجنبي.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

و يمكن توضيح التنويع الدولي ، من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 15: التنويع الدولي



المصدر: نور صباح حميد الدهان ، مرجع سابق ، ص: 43.

يوضح الشكل اعلاه الأرباح الإضافية للتنويع الدولي مقارنة بالمحلي ، الخط الادنى في الشكل يوضح محفظة من الأسهم الدولية (مجموعة الاوراق الاجنبية التي تم اضافتها للمحفظة) والخط الأعلى يمثل محفظة الاسهم الامريكية (محفظة محلية) ونلاحظ ان المخاطرة تنخفض بشكل اكبر في المحفظة الدولية مقارنة بالمحلية كما موضحة بالشكل من خلال زيادة عدد الأوراق المالية الاجنبية .

وبدأت مناقشة نموذجاً نظرياً لاختيار المحافظ من قبل أكثر من 50 عاماً. فالنماذج النظرية لاختيار المحافظ التي وضعتها ماركويتز (1952) و توبين (1952) توفر تفسيراً إيجابياً، وكذلك القواعد المعيارية لتنويع الأصول المحفوفة بالمخاطر. ومع ذلك، معظم الأبحاث في مجال التنويع الدولي يحلل الفوائد من وجهة نظر المستثمر الأمريكي في الفترة الأولى من الأبحاث حول التنويع الدولي، وركز الباحثون على فوائده فقط ، إلا أن وجدت في ورقة ley و (Sarnat 1970) ، الذين أكدوا على وجوب قيام المستثمر الأمريكي بعدم التقييد في محفظته بالاستثمار فقط في البلدان النامية والاستفادة من ضعف الارتباط بين بلده والبلدان النامية والارتباط الكبير بين الاسواق يكون غير مجدي في استثمار المحفظة على سبيل المثال، بلجيكا، فرنسا، ألمانيا وإيطاليا وتكون هذه الأسواق ذات ارتباط قوي جدا مع السوق الأمريكية، لذلك يجب على المستثمرين الأمريكيين تقليل الاستثمار في موجودات المحفظة في هذه البلدان على العكس من ذلك، ويتعين عليهم أن يستثمروا في البلدان التي لديها انخفاض الارتباط مع السوق الأمريكية مثل النمسا والدنمارك واليابان والمكسيك.

1 . 3 . 4 . التنويع حسب تواريخ الاستحقاق: يُعد إستراتيجية حيوية تهدف إلى توزيع مخصصات المحفظة الاستثمارية عبر مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، سواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل، وذلك بهدف التخفيف من

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

المخاطر المحتملة. يتميز الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل بتقلباته العديدة في العائد السنوي، مما يؤثر على الأرباح المتحصلة من هذه الاستثمارات. بينما يُسهم الاستثمار في السندات طويلة الأجل في تحقيق استقرار أكبر للعائدات، على الرغم من أن قيمتها السوقية قد تخضع لتقلبات حادة نتيجة لتغيرات أسعار الفائدة.¹¹⁸ تُلزم التغيرات في أسعار الفائدة المستثمرين بتنويع استثماراتهم بين الأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل. هذا التوزيع يُمكن المستثمرين من الاستفادة من المزايا الخاصة بكل فئة، وفي الوقت نفسه، يُقلل من المخاطر المرتبطة بكل منهما، مما يُعزز من فعالية الاستثمار الشامل. وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع¹¹⁹:

- الأسلوب الهجومي يعتمد في الاستثمار على تغيير توجهات المستثمر من الأوراق المالية ذات الأجل القصير إلى الطويل، أو العكس، استناداً إلى التنبؤات بتقلبات أسعار الفائدة. عندما تُظهر الدلائل احتمالية ارتفاع في الفائدة، يُسرع المستثمر في بيع الأوراق طويلة الأجل ليستثمر في الأوراق قصيرة الأجل قبل الارتفاع الفعلي للفائدة. وفي حالة التوقع بانخفاض الفائدة، يتجه لبيع الأوراق قصيرة الأجل ليستبدلها بأخرى طويلة الأجل. تعتبر دقة هذه التوقعات حجر الزاوية لنجاح السياسة الاستثمارية؛ فإن صدقت، يحقق المستثمر أهدافه، وإن خابت، قد يواجه خسائر جسيمة، مما يجعل الأسلوب الهجومي خياراً يتطلب درجة عالية من الخبرة والمعرفة بالسوق.
- تدرج تواريخ الاستحقاق: حيث يحدد المستثمر الحد الأقصى للفترة المقبولة لاستحقاق الاستثمارات. بعد ذلك، ينشئ هيكلًا للتواريخ يتناسب مع الموارد المالية المتوفرة. على سبيل المثال، إذا خطط المستثمر لاستثمار مبلغ 10 ملايين بأقصى تاريخ استحقاق يصل إلى 10 سنوات، فسيقوم بتقسيم المبلغ إلى عشرة أقسام متساوية، كل منها يستحق في تاريخ مختلف عن الآخر. وفقاً لهذه الاستراتيجية، يعاد استثمار القيمة المستحقة كل عام في استثمارات جديدة تستحق بعد عقد من الزمان. ويساهم هذا النوع من التنويع في تحقيق عدة أهداف إستراتيجية. منها تعزيز السيولة من خلال الاحتفاظ بسندات قصيرة الأجل ذات استحقاقات متفرقة، مما يضمن توافر الأموال اللازمة للفرص الاستثمارية الجديدة. كما يعمل هذا التنويع على ضمان الربحية عبر السندات طويلة الأجل، التي توفر استقرار العوائد على مدى سنوات، وتقليل الخسائر الرأس مالية، حيث أن تنوع السندات يحمي المحفظة من التقلبات السريعة الحادة التي قد تنجم عن تغيرات أسعار الفائدة.

- يُعد التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل استراتيجية فعالة، حيث توفر الأوراق المالية قصيرة الأجل السيولة اللازمة، بينما تساهم الأوراق المالية طويلة الأجل في تحقيق استقرار العائد

118 - عادل محمد وزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية من منظور اداري و محاسبي، دار طيبة، القاهرة - مصر ، 2004، ص : 78.

119 - راشدة عزيزو، المؤسسة والاسواق المالية، مطبوعة موجهة للسنة الثالثة ليسانس ،غدارة مالية، جامعة ابن خلدون تيارت، 2021 / 2022، ص - ص: 118- 120

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى واستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

وتوفر فرصة للمستثمرين لتحقيق أرباح رأسمالية في حال انخفاض أسعار الفائدة. ومع ذلك، يُصح بتجنب الاستثمار في الأوراق المالية متوسطة الأجل، التي لا تحقق أهداف السيولة أو الربحية.

2. مفهوم المحفظة المالية المثلى

المحفظة الاستثمارية المثالية أو المثلى تتألف من مجموعة متنوعة ومتوازنة من الأصول المالية التي تتناسب مع أهداف المستثمر، سواء كان صاحب المحفظة أو القائم بإدارتها. والهدف من هذا التنوع هو تحقيق أعلى عائد ممكن مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر، بما يضمن الأمان والفعالية في الاستثمار، وبالتالي فالمحفظة المالية المثلى تحقق ما يلي¹²⁰:

■ تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة.

■ الأصول ذات تنوع إيجابي

■ أدوات المحفظة تحقق حدا معين من السيولة او القابلية للتسويق يضمن كفاءة ادارتها.

■ تتعلق امثلية المحفظة المالية من خلال معياري العائد والمخاطرة اللذين سبق التطرق لهما.

تعكس استراتيجية التنوع، التي أرسى مبادئها العالم ماركويتز، أهمية المنفعة الحدية للأموال المستثمرة. فهي تقوم على توزيع الاستثمارات بين أصناف وكميات مختلفة من الأوراق المالية، بهدف خفض المخاطر وزيادة العائدات. يتجلى هذا الخفض في المخاطر بإدراج أسهم عادية ذات عوائد متغيرة في المحفظة الاستثمارية، بحيث يؤدي انخفاض الارتباط بينها إلى تحقيق التوازن المطلوب. وبالتالي، يمكن لانخفاض قيمة ورقة مالية أن يتم تعويضه بارتفاع في قيمة أخرى، نظرًا لأن حركة أسعار الأوراق المالية لا تسير دائمًا في اتجاه واحد.¹²¹

تُعرف المحفظة المثلى لدى المستثمر الحصيف بأنها مجموعة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية التي تُرتب بطريقة تُسهم في تحقيق أهداف المستثمر بأكبر قدر من الكفاءة. تُبنى هذه المحفظة على أساس تحليل دقيق للسوق واختيار الاستثمارات التي تتناسب مع الأهداف المالية ومستوى تقبل المخاطر لدى الفرد.¹²² وتعرف المحفظة المثلى على أنها تلك التي تجمع بين العائد المرتفع والمخاطر المنخفضة، متوافقة مع نموذج التبادل الذي يحقق التوازن بين هذين العنصرين. تتسم بتنوع أصولها الذي يعزز من الأمان، ويجب أن توفر السيولة الكافية لإجراء التعديلات الضرورية من قبل المدير، مما يضمن القدرة على التسويق والتكيف مع الظروف المتغيرة.¹²³ وعليه فإن المحفظة الاستثمارية المثلى تستجيب للهدف الرئيسي لأي مستثمر عبر تحقيق أكبر عائد ممكن عند مستوى مخاطرة مقبول أو تحقيق أقل مستوى مخاطرة عند مستوى عائد معين و من خلال ثائية العائد والمخاطرة فان المحفظة المثلى تتعلق بالتشكيلة المتوانة التي تناغم مع اهداف المستثمر .

¹²⁰ محمد الفاتح محمود، بشر مغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة - مصر، 2018، ص: 307.

¹²¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 187.

¹²² - احمد حسن بنال العاني، استخدام البرمجة التريعية في تحديدي المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، 2008، ص: 3.

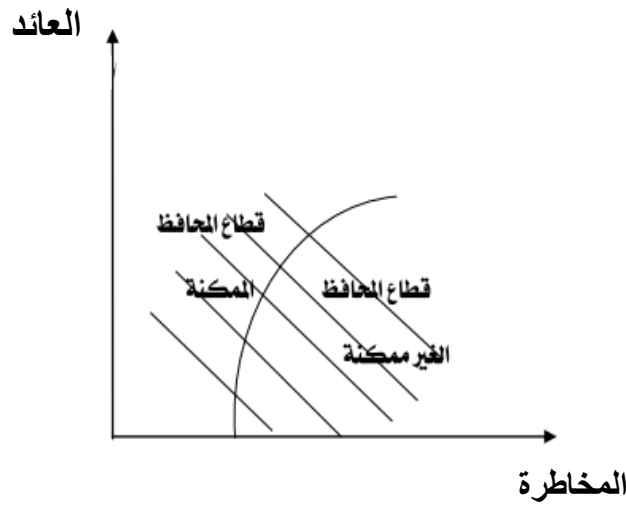
¹²³ - صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 283.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

أما المبادئ التي تقوم عليها عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد، فيمكن إيرادها فيما يلي¹²⁴:

- اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.
 - اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
 - اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى والمخاطرة الأقل في باقي الحالات
- كذلك من مواصفات المحفظة المثلى، أن¹²⁵:
- تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العائد والأمان.
 - تتميع أصولها بالتنوع الكفء، فلا يقتصر هذا الأخير على تنوع الأصول فقط، بل يشمل التنوع الجغرافي لأدوات الاستثمار إضافة الى الاستثمار في أدوات ذات أجال مختلفة.
 - تحقيق أصول المحفظة حد مقبول من السيولة مما يوفر لمدير المحفظة المرونة الكافية لاتخاذ قرارات بديلة.
- ولبناء محفظة مثلى، لا بد من معرفة منحنى المحافظ المثلى، والذي يتم تعيينه من خلال تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة. انظر الشكل رقم 16:

الشكل رقم 16: منحنى المحافظ المثلى



المصدر: محمد مطر وآخرون، مرجع سابق، ص: 96.

يوضح الشكل انه نظريا تحدد المحفظة المثلى في أي نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ومن الناحية العملية فإن هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في

¹²⁴ - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص: 194.

¹²⁵ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص: 120.

الفصل الثامن: المحفظة الأوراق المالية المثلى وإستراتيجية تنويعها لتقليل المخاطر

نقطة من نقاط المنحنى باعتباره ابعاد حد في قطاع المحافظ الممكنة، ولتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد و المخاطرة.

وفيما يتعلق بأهداف وقيود المحفظة المثلى، فإن لمستثمر يقوم بتحديد أهداف المحفظة الاستثمارية المثلى في تكوين محفظة مالية تجمع بين تعظيم العائد وتوفير السيولة اللازمة، والتقليل من المخاطر المحتملة، وذلك تحت مجموعة من الضوابط او القيود، وهي¹²⁶:

- قيد الزمن: المقصود به الفترة الزمنية التي يرغب المستثمر في استثمار امواله بها، وقد تكون هذه الفترة متوسطة، قصيرة او طويلة، وكلما زاد التنوع من حيث الفترة الزمنية كانت المحفظة أكثر فعالية.
- قيد العائد: وهو العائد الذي يرغب المستثمر من خلال استثمار امواله في المحفظة الاستثمارية، وينقسم الى قسمين، هما عائد مقابل الزمن والعائد، وعائد تعويض المخاطرة التي تتعرض لها الاموال المستثمرة.
- قيد السيولة : لتحديد الخيارات المتاحة للمستثمر.
- قيد الضريبة: قد تفرض بعض الضرائب على الاستثمارات، في حين تعطى تحفيزات نحو بعض الاتجاهات من الاستثمارات .

المحفظة المالية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول او الأدوات المالية، بكيفية تجعلها ملائمة لتحقيق اهداف المستثمر ملك المحفظة او من يتولى ادارتها، أي ان تشكيلة الأدوات في المحفظة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي فالمحفظة المالية المثلى تحقق ما يلي:

- التوازن بين العائد والمخاطرة.
- الأصول ذات تنوع ايجابي
- أدوات المحفظة تحقق حدا معين من السيولة او القابلية للتسويق يضمن كفاءة ادارتها.
- تتعلق امثلية المحفظة المالية من خلال معياري العائد و المخاطرة اللذين سبق التطرق لهما.

126 - عز الدين محمدي، عبد العالي صالح، تطبيق برمجة الاهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى: دراسة حالة عينة اسهم مختارة من سوق البحرين للأوراق المالية، مجلة دراسات، المجلد 16 العدد 01، جامعة الاغواط، الجزائر، 2019، ص - ص : 93 - 94.

أسئلة التقويم الذاتي

...



الفصل التاسع: كفاءة
الأسواق المالية

الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية

1. مفهوم كفاءة الأسواق المالية

يُشير مفهوم كفاءة السوق المالي إلى البيئة التي تعكس فيها أسعار الأسهم كافة المعلومات الهامة والمؤثرة في قيمتها. في هكذا أسواق، تعد القيمة السوقية للأسهم مرآة لقيمتها الحقيقية والعادلة، مما يضمن للمستثمرين عائداً يتناسب مع المخاطر التي يتحملونها جراء الاستثمار فيها.¹²⁷

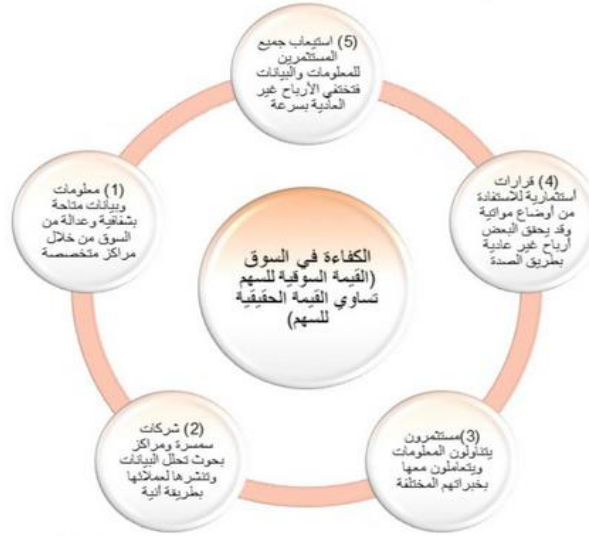
في الأسواق المالية الفعّالة، يمثل سعر السهم المعروض انعكاساً لكفاءة المعلومات المتعلقة بالجهة المصدرة. تشمل هذه المعلومات ما يُنشر في البيانات المالية للجهة، أو ما يتم تداوله في وسائل الإعلام، أو ما يُسجل في الأرشيف التاريخي لأسعار السهم سواء كان ذلك يومياً أو أسبوعياً أو شهرياً على مدار السنوات الماضية. كما تشمل التحليلات والتقارير التي تُصدر عن وضع الجهة المصدرة وأدائها، بالإضافة إلى أي معلومات أخرى قد تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وعليه¹²⁸ :

- تُعتبر القيمة السوقية للسهم مؤشراً لقيمته الحقيقية، وهي تُقدر بما يتناسب مع العائد المتوقع الذي يُعوض المستثمر عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذا السهم، بمعنى أن القيمة الراهنة للأرباح المتوقعة في المستقبل من جراء امتلاك السهم، والتي يتم تخفيضها بنسبة العائد المطلوب لتغطية المخاطر، تتطابق مع القيمة السوقية للسهم في تاريخ الشراء.
 - لا يمكن لأي من المتعاملين ان يحقق عائداً غير عادي يفوق به ما يحققه باقي المتعاملين، فالسعر يعكس كافة المعلومات المتاحة بسرعة فائقة، حيث ان السهم يباع في أي لحظة بقيمته الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة للجميع.
- ويمكن النظر للسوق الكفاء من خلال خمس مراحل رئيسية، متداخلة تعكس ديناميكية الكفاءة في السوق وفق ما توضحه دائرة الكفاءة ضمن الشكل الموالي :

¹²⁷ - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 1993، ص.400

¹²⁸ - محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، e-Kutub Ltd، لندن - بريطانيا، 2019، ص- ص: 105 - 106.

الشكل رقم 17: دائرة الكفاءة



المصدر : محمد أحمد الجيزاوي، مرجع سابق، ، ص: 108 .

اما الرحلة الاولى: فانه ينتج السوق الكفاء بيانات ومعلومات انية عن كافة احوال السوق، فيعلن عنها بشفافية كاملة بتحقيق العدالة بين المستثمرين، فضلا عن توفر الية للافصاح عن قوائم الدخل وميزانيات الشركات. المرحلة الثانية تتناول شركات السمسة ومراكز البحوث المتخصصة هذه البيانات والمعلومات وتقوم بتحليلها لمصلحة العملاء، ويتم ذلك بشكل اني وفوري فيعدم الفاصل الزمني بين تحليل البيانات والوصول الى النتائج بشأن القيمة الحقيقية للسهم .

وتخص المرحلة الثالثة حصول المستثمرين على بيانات ومعلومات جاهزة بعد ان تم تليلها، ويعتمد المستثمرون على خبراتهم المتفاوتة في التعامل مع هذه البيانات والمعلومات واسبقية الوصول اليها و الاستجابة لها. وضمن المرحلة الرابعة، تكون مرحلة اخذ القرارات للاستفادة من الظروف المؤاتية للسوق، ويطمع كل مستثمر في تحقيق ارباح غير عادية وقد يحقق بعضهم ذلك فتبتعد القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية قليلا، ولكن لن يكون ذلك الا من قبيل الصدفة نتيجة خلل في استيعاب بعض المستثمرين للبيانات وكيفية الاستفادة منها.

وفي المرحلة الخامسة يكون الاستيعاب الكامل من جميع المستثمرين لكافة البيانات والمعلومات المتاحة فيقود ذلك وبشكل فوري الى تساوي بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الحقيقية، وهو ما يجلب السوق يتمتع بالكفاءة. وكخلاصة لما سبق فإن السوق المالي الكفاء هو ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها احدى الشركات مختلف البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها ويتحرر في هذه المعلومات ان تكون صحيحة وغير مضللة ومتوفرة في الوقت المناسب بالتكلفة المناسبة، وتتجسد المعلومات عادة في القوائم المالية، او معلومات تبثها

الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية

وسائل الاعلام، او السجل التاريخي للورقة المصدرة او التحليلات و التقارير عن اداء الجهة المصدرة، وبصورة مختصر فإنه المعلومات تشمل كل ما من شأنه التأثير على القيمة السوقية للورقة المالية. ويلخص السوق المالي الكفاء قاعدة مهمة تتعلق بكفاية القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاك الورقة المالية (السهم) والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار، التعويض للمستثمر عن المخاطر، وان تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه.

تعتبر كفاءة السوق المالي معياراً لقدرة على جذب الاستثمارات، سواء كانت محلية أو أجنبية، وتوزيعها بشكل فعال. على سبيل المثال، تظهر كفاءة سوق الأوراق المالية عندما تعكس أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق جميع المعلومات المتعلقة بها في أي وقت، مما يجعل السوق عادلاً وتعكس الأسعار القيمة الحقيقية للأوراق المالية. هذا يمكن المستثمر العادي من معرفة القيمة الحقيقية للاستثمارات المتنوعة، ويوجهه نحو الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية والشركات التي تقدم فرصاً استثمارية واعدة ومرجحة، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد.¹²⁹ ومن خلال التطرق لمضمون السوق المالي الكفاء، نجد أن المتعاملين يتمتعون بحكمة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مع التركيز على زيادة ثروتهم. تتوفر المعلومات بشكل متساوٍ لكافة الأطراف من مستثمرين ومدراء وجهات حكومية ومراقبين ماليين، مما يسهم في توحيد توقعاتهم حول أداء الشركات في المستقبل. السوق يتميز بالحرية الكاملة في تداول الأوراق المالية دون أية قيود أو تكاليف. كما أن العدد الكبير للمتعاملين يضمن عدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في الأسعار بمفرده. وفي هذا السوق، لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد تفوق ما يحققه الآخرون، حيث أن العائد المتحقق يعتبر كافيًا لتغطية المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم.

2. أهمية وجود سوق مالي كفاء

- تحقيق الكفاءة للسوق المالي له العديد من نقاط الأهمية التي يمكن ايراد بعضها فيما يأتي¹³⁰ :
- يشير السوق المالي الكفاء إلى أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية، وهو ما يوجه المستثمرين في السوق لوضع استراتيجيات استثمارية مدروسة وتوزيع الموارد بكفاءة.
 - كل المشاركين في السوق يستفيدون من المعلومات، ولذلك لا يوجد هدر في المعلومات لأنها تمثل السعر العادل.
 - يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمشتري دون أي تضليل.
 - تتدفق اوامر البيع و الشراء بشكل مستمر ومتوازن و باتجاه الاستثمارات المنتجة.
 - يحقق السوق الكفاء تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
 - في ظل السوق الكفاء تنساب الأموال بحرية ومرونة، مما يسهم في توزيع الموارد بطريقة فعالة.
 -

¹²⁹ - الزيدانين، جميل، أساسيات في الجهاز المال، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 1999، ص: 108.

¹³⁰ - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: "أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 189.

3. مستويات الكفاءة للسوق المالي

بالنظر إلى المفهوم المتعلق بكفاءة السوق المالي، فإنه يمكن ملامسة نسبية مفهوم الكفاءة، وأنها ليست مفهوماً مطلقاً، يمكن تجاوز ذلك لمقاربة واقع الأسواق من خلال التطرق لمستويات الكفاءة للأسواق المالية، والتي اقر الباحثون في مجال الأسواق، بأنها ثلاث مستويات، يمكن إيرادها فيما يلي¹³¹ :

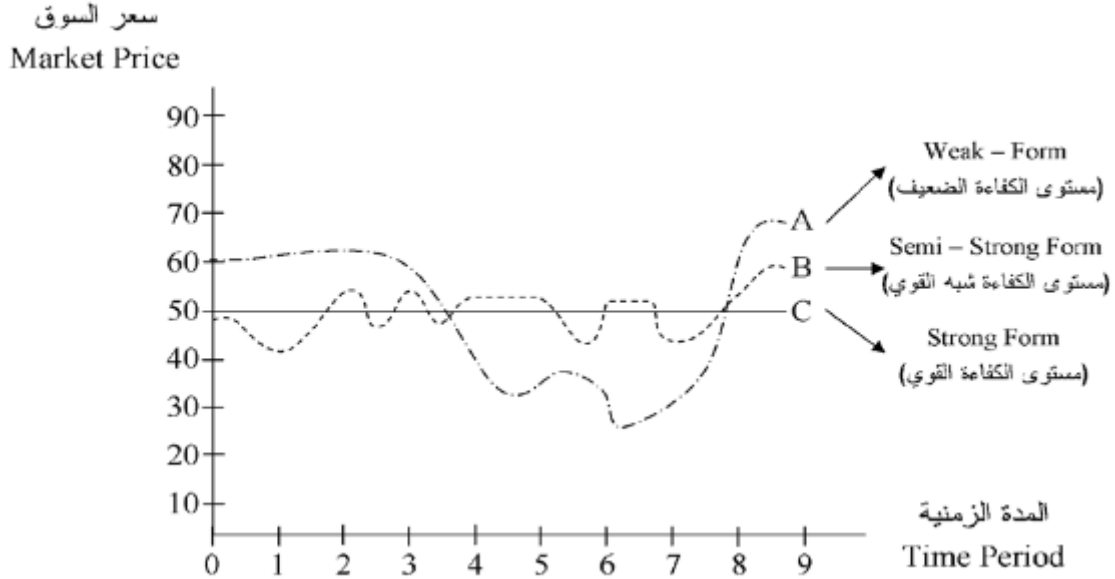
- يُعتبر مفهوم كفاءة السوق المالي مفهوماً نسبياً وليس مطلقاً، إذ يُمكن تحليل واقع الأسواق المالية من خلال دراسة مستويات الكفاءة التي حددها الباحثون في هذا المجال. تُقسم هذه المستويات إلى ثلاثة أقسام رئيسية:
- - المستوى الضعيف للكفاءة: يُشير هذا المستوى إلى أن أسعار الأسهم تتحرك بشكل عشوائي، بمعنى أن تحركات الأسعار في الماضي لا تُعد مؤشراً لتحركاتها في المستقبل. وعليه، لا يُمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال الاعتماد على بيانات الأسعار التاريخية.
- - المستوى المتوسط للكفاءة: يُعبر هذا المستوى عن انعكاس الأسعار للمعلومات التاريخية والحالية، ولا يُمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للعامّة. الأرباح غير العادية ممكنة فقط في حالات استثنائية تتعلق بالاستفادة من معلومات غير منشورة.
- - المستوى القوي للكفاءة: يُظهر هذا المستوى أن الأسعار تعكس جميع المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، وبالتالي لا يُمكن للمتعاملين في السوق تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة. وذلك لأن المعلومات المتحصل عليها في الوقت المناسب ودون تكلفة تُعد متاحة للجميع، مما يُلغي إمكانية تحقيق أرباح تفوق الأرباح العادية. ولتحقيق كفاءة السوق بهذه الصيغة، لا يتطلب الأمر فقط أن تعكس الأسعار كل المعلومات المتاحة، بل يجب أن يكون السوق كاملاً، حيث تكون كل المعلومات متاحة للجميع في نفس الوقت.

¹³¹ - Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, "Financial Management Theory & Practice," 11th edition, Southwestern, USA, 2005, p270-271

الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية

و يمكن توضيح المستويات الثلاث للكفاءة من خلال الشكل :

الشكل رقم 18: العلاقة بين المستويات الثلاث للكفاءة في الأسواق المالية



المصدر: زهير غراية ، اختبار نموذج كفاءة الاسواق المالية: مدخل لتقييم اسعار المنتجات المالية- دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية، الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 13 ، جانفي 2015، ص: 39.

من خلال الشكل المقترح، يمكن استخلاص ما يلي:

- ضمن المستوى A هناك تباين كبير بين القيمة السوقية و القيمة الحقيقية للورقة المالية وهو ما يدل على ان السوق ضعيف الكفاءة.
- ضمن المستوى B لا توجد فروقات كبيرة جدا بين القيمة السوقية و تلك الحقيقية للورقة المالية، وهو ما يعكس الكفاءة شبه القوية للسوق.
- ضمن المستوى C : الخط المستقيم يعكس ان الاسعار السوقية في حالة توازن مستمر أي القيمة الحقيقية تساوي القيمة السوقية، وبالتالي المستوى القوي للكفاءة

4. أنواع الكفاءة للأسواق المالية

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال، يمكن التفصي فيهما من خلال ما يلي¹³²:

- الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market: السوق ذو الكفاءة الكاملة هو السوق الذي لا يوجد فيه تأخير بين استقبال المعلومات وتحليلها وبين تأثيرها على سعر الأسهم، مما ينتج عنه تعديل فوري للأسعار. في هذا النوع من الأسواق، تكون توقعات المستثمرين موحدة والمعلومات في متناول الجميع بدون أي تكاليف، وتُحقق الكفاءة الكاملة عند استيفاء الشروط الآتية: أولاً، يجب أن تكون المعلومات شفافة

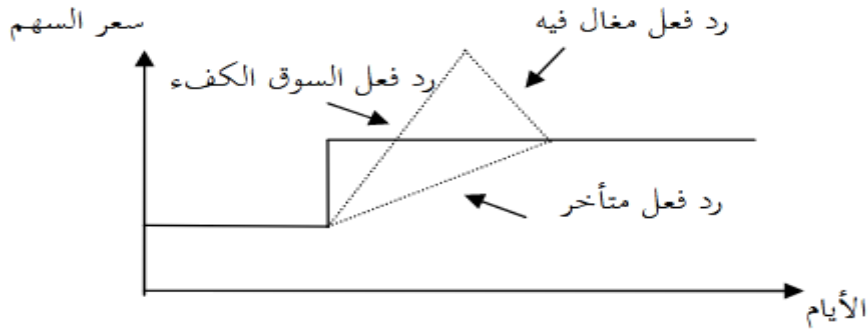
¹³² - مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 / 2009 - 2010، ص - ص: 182 - 183.

الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية

وتنتقل بسرعة للجميع دون تحملهم أي تكاليف. ثانياً، ينبغي أن تكون المعاملات حرة من القيود سواء كانت تكاليف المعاملات أو الضرائب، وأن لا يوجد مانع من دخول أو خروج المستثمرين من السوق أو في عمليات البيع والشراء لأي كمية من الأسهم ولأي شركة يختارونها. ثالثاً، يجب أن يكون هناك عدد كبير من المستثمرين بحيث لا يستطيع مستثمر واحد التأثير في أسعار الأوراق المالية المتداولة. رابعاً، يجب أن يتحلى المستثمرين بالحكمة والسعي لتحقيق أقصى منفعة ممكنة.¹³³

■ الكفاءة الاقتصادية: تُعتبر الكفاءة الاقتصادية مبدأً يُفترض فيه تأخر تأثير المعلومات على أسعار الأسهم لفترة محددة، مما يؤدي إلى اختلاف القيمة السوقية عن القيمة الفعلية للأسهم لوقتٍ ما، وهذا الاختلاف ينتج عنه تكاليف تتعلق بالمعاملات والضرائب المتوقعة ضمن حدود مقبولة اقتصادياً. وتستند الكفاءة الاقتصادية في جوهرها إلى رغبة معظم المتعاملين في السوق في زيادة ثروتهم. يُظهر التحليل البياني للأسواق الكاملة والأسواق ذات الكفاءة الاقتصادية تأثير المعلومات الجديدة على أسعار الأسهم. عندما تظهر معلومات إيجابية حول إنتاج شركة ما، يتجاوب سعر السهم على الفور بالزيادة، مما يؤدي إلى موازنة قيمته السوقية مع قيمته الفعلية، وبالتالي يُعزز من كفاءة السوق. تبعا للشكل الموالي:

الشكل رقم 19: رد فعل السوق بعد وصول معلومات مشجعة (ارتفاع الأسعار)

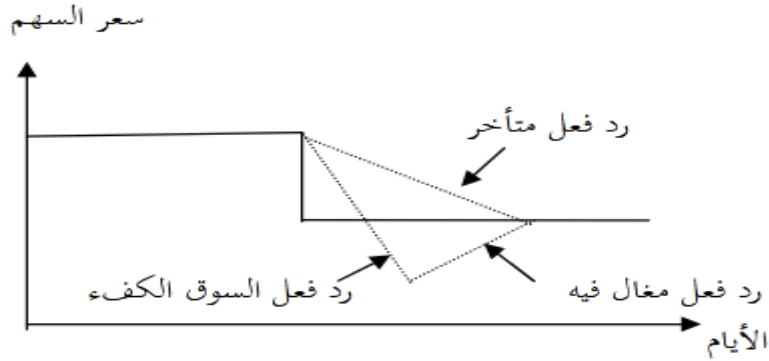


المصدر: مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سابق، ص: 193.

■ عند تلقي السوق لمعلومات سلبية، يؤدي ذلك إلى تأثير معاكس على قيمة الأسهم، حيث تنخفض القيمة السوقية دون القيمة الفعلية، وتظهر ردة فعل السوق متأخرة لاستيعاب هذه المعلومات. هذا يحول دون تحقيق المستثمرين للأرباح، مما يشير إلى عدم كفاءة السوق. عادةً، يحتاج السوق إلى ما يقارب الأسبوع لتعديل السعر إلى قيمته الحقيقية، كما يتضح في الرسم البياني التالي.:

¹³³ - المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية، العدد 27، مارس 2004، الكويت، ص9.

الشكل رقم 20: رد فعل السوق بعد وصول معلومات محبطة (انخفاض الأسعار)



المصدر : مفتاح صالح ، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص: 193.

■ اما حالة الاستجابة المغالى فيها فيسجل بلوغ سعر السهم مستوى اعلى من السعر الحقيقي نتيجة المبالغة في تأثير هذه المعلومات بيد ان ميكانيزم السوق يدفعه نحو التعديل تدريجيا.

5. متطلبات كفاءة سوق راس المال

يُعرف السوق الفعّال بأنه ذلك السوق الذي يضمن توزيع الموارد بطريقة مثلى، مما يؤدي إلى استغلال هذه الموارد في المجالات التي تعود بأعلى الأرباح. يتميز السوق الفعّال بأداء دورين رئيسيين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر: 134

- الدور المباشر: يستند إلى الفكرة القائلة بأن المستثمرين عند شرائهم لأسهم في شركة معينة، فإنهم يقومون بالفعل بشراء العوائد المستقبلية لها. وهذا يعني أن الشركات التي تمتلك فرص استثمار جذابة ستكون قادرة على إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بأسعار مناسبة، مما يؤدي إلى زيادة العائدات من الإصدار وتقليل متوسط تكلفة رأس المال.

- الدور غير المباشر: يتمثل في أن إقبال المستثمرين على الأسهم التي تصدرها الشركات يعتبر مؤشراً على الأمان للمقرضين، مما يسمح للشركة بالحصول على موارد مالية إضافية من خلال إصدار السندات أو القروض من المؤسسات المالية، وغالباً ما يكون ذلك بأسعار فائدة معقولة. ومع ذلك، لا يزال مفهوم الكفاءة يحتاج إلى مزيد من الشرح لضمان التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، ويجب أن تتوفر فيه الخصائص الأساسية التالية:

- كفاءة تخصيص الموارد: تعني ضمان توجيه الموارد في السوق نحو الأنشطة التي تقدم أعلى عائد، بمعنى أن يتم توجيه رأس المال إلى المشاريع الاستثمارية التي تقدم عوائد مرتفعة مع مخاطر مقبولة.

134 - مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 2، الإصدار 5، جامعة البليدة، 2014، ص- ص: 13-14.

الفصل التاسع: كفاءة الأسواق المالية

- كفاءة التشغيل: تُعرف أيضًا بالكفاءة الداخلية، وتصف مدى قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض والطلب دون تحميل المشاركين في السوق تكاليف باهظة، وبحيث لا يستطيع أي فرد أو جهة تحقيق هامش ربح غير معقول.
- كفاءة التسعير: تُعرف أيضًا بالكفاءة الخارجية، وتشير إلى توافر المعلومات الجديدة حول الأوراق المالية بشكل يسمح لجميع المستثمرين والمشاركين في السوق بالوصول إليها بسهولة.

أسئلة التقويم الذاتي

...

قائمة المراجع

1. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، 2006.
2. أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس، عمان - الأردن، 2008.
3. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2017.
4. أنس عبد الباسط عباس، جمال ناصر الكميم، التسويق المعاصر، الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011.
5. براق محمد، الجودي صاطوري، مجلة دراسات اقتصادية، العدد الثامن.
6. بسبع عبد القادر، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، الجزائر، 2017 - 2018. <https://www.univ-22.sba.dz/fsecg/wp-content/uploads/2021/11/%D9%85%D8%AD%D8%A7%D8%B6%D8%B1%D8%A7%D8%AA-%D9%81%D9%8A-%D8%A7%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9.pdf>
7. بن داود آمنة، ولد عابد عمر، اثر عامل المخاطرة على عائد المحافظ المالية، دراسة قياسية لعينة من المحافظ بالسوق المالي السعودي خلال الفترة 2021 - 2023، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 16، العدد ديسمبر 2023.
8. بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة الجزائر، 2004.
9. تسيير محفظة الأوراق المالية، محاضرات السنة الثانية ماستر، إدارة مالية، جامعة جيجل. متاح على الرابط <http://elearning.univ-jijel.dz/course/view.php?id=3488#>

10. توابتية الطاهر، المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة دروس موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص: إدارة ومالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، 2016 / 2017.
11. جميل الزيدتين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للنشر، عملن - الأردن، 1999.
12. حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011.
13. حاكم محسن الربيعي،
https://www.google.dz/books/edition/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%AA%D9%82%D8%A7%D8%AA_%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D9%80%D8%A9/fk9ADwAAQBAJ?hl=fr&gbpv=1&dq=%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B4%D8%AA%D9%82%D8%A7%D8%AA++%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9&printsec=frontcover
14. حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
15. حسني علي خربوش، محفوظ أحمد جودة، عبد المعطي رضا أرشيد، الأسواق المالية: المفاهيم والتطبيقات، دار زهران للنشر، عمان - الأردن، 2012.
16. حسين عصام، أسواق الأوراق المالي: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2008.
17. حسين علي خربوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، عمان - الأردن، 1996.
18. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
19. خالد عبد العزيز بغداددي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها: دراسة مقارنة، مكتبة الاقتصاد والقانون، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012.

20. خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم، تحليل، استراتيجي، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 1999.
21. راشد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2019.
22. رائد محمد عبد ربه، نظرية المنظمة والمؤسسات، الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2012.
23. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية.
24. زنانة ريمة، العيد شريفة، مصادر التمويل في المؤسسة والعوامل المؤثرة فيها: دراسة نظرية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 10 العدد 2، 2023.
25. الزيدانين، جميل، أساسيات في الجهاز المال، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 1999.
26. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2017.
27. سعيد الحجازي، احمد علي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، بيروت - لبنان، 2000.
28. سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، الإسكندرية - مصر، 1998.
29. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، الراية، عمان - الأردن، 2013.
30. سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت - لبنان، 2005.
31. سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، عمان - الأردن، 2009.
32. سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول الى التميز، وكالة الصحافة العربية (ناشرون)، جمهورية مصر العربية، 2019.
33. سيد عبد النبي محمد، إعادة ابتكار المؤسسات للوصول للتميز، وكالة الصحافة العربية (ناشرون)، جمهورية مصر العربية، 2019.
34. شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، عمان - الأردن، 2018.
35. شعبان محمد إسلام البراوي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق - سوريا، 2002.

36. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع والدعاية والإعلان، عمان - الأردن، 2017.
37. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، دار الأطلس للنشر، 1993.
38. صمويل عبود، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، 1982.
39. طالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم، دار جليس الزمان، عمان - الأردن، 2010.
40. عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
41. عبد العظيم حمدي: اقتصاديات البورصة في ظل الأزمات والجرائم، المكتب العربي الحديث، مصر، 2012.
42. عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية - مصر، 2006.
43. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: "أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
44. عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، أبو ظبي - الإمارات المتحدة العربية، 2022.
45. عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية: دراسة تأصيلية مقارنة، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية 2018.
46. عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية: نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
47. عديلة مريم، البورصة والأوراق المالية، مطبوعة دروس، 2015، www.unescwa.org/ar/sd
48. عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
49. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013.
50. غول فرحات، الوجيز في اقتصاد مؤسسة، دار الخلدونية، الجزائر، الطبعة الأولى، 2008.

51. فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، عمان – الأردن، 2017.
52. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2009.
53. فوزان القيسي، التباين الزمني لعلاوة المخاطر والمقطع العرضي لعوائد الأسهم: دراسة تحليلية على الشركات المدرجة في بورصة عمان 1989 – 2005، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة مالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2006.
54. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان – الأردن، 2008.
55. الكايد خليل أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية: التحليل المالي والاقتصادي، كنوز المعرفة، عمان – الأردن، 2010.
56. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مذكرة تدرسية، الطبعة الأولى، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية،
https://iei.kau.edu.sa/Files/121/Files/149853_64-ABook-2010MubarakA.pdf
57. مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض – المملكة العربية السعودية.
58. محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، e-Kutub Ltd، لندن – بريطانيا، 2019.
59. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية – مصر، 2007.
60. محمد الفاتح، بشير، 2020.
61. محمد الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية: نشأة، التطور، الخصائص، الفطافطة للدعاية والإعلان، عمان – الأردن، 2001.
62. محمد بن علي القرني، الأسواق المالية، دار حافظ، 1995.
63. محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.

قائمة المراجع

64. محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2000.
65. محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018.
66. محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية: إدارة، تحليل، تقييم، دار حميثرا للنشر والترجمة، عمان - الأردن، 2017.
67. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة _ أسهم، سندات، أوراق مالية.
68. محمد غيات شيخة، الاستثمار: المبادئ- الأدوات- المخاطر والتقييم، دار رسلان للنشر، دمشق - سوريا، 2022.
69. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
70. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
71. مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 2، الإصدار 5، جامعة البليدة، 2014.
72. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق - سوريا، 2009.
73. معهد الدراسات المصرفية، المشتقات المالية، إضاعات مالية مصرفية، العدد الثاني، الكويت، ديسمبر 2009 - يناير 2010.
74. المعهد العربي للتخطيط، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية، العدد 27، الكويت، مارس 2004.
75. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 07 / 2009 - 2010.
76. ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المناهل، عمان - الأردن، 2003.

قائمة المراجع

77. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية- مصر، 1993.
78. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث للنشر، مصر، 1999.
79. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999.
80. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين، 1994.
81. مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
82. نعمة، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان - الأردن، نظرية المنظمة مدخل التصميم.
83. نوال بوعلام سمرد، دليلك في المالية، دار اليازوري، عمان - الأردن، 2021.
84. نورين بومدين، محاضرات في الهندسة المالية، مطبوعة دروس، 2021.
85. هندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 2002.
86. الهندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال، منشآت المعارف، الإسكندرية- مصر، 1999.
87. هوارى معراج، عمر حاج السعيد، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة للطباعة والنشر والتوزيع عمان - الأردن، 2012.
88. هوشيار معروف، كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن - 2003.
89. يوسف سعداوي، أساسيات في الأسواق المالية وإدارة المحافظ، دار الخلدونية، الجزائر، 2016.
90. أحمد حسن بتال العاني، استخدام البرمجة التريبيعية في تحديدي المحفظة الاستثمارية المثلى، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثاني، 2008.
91. بوشامي عبد القادر، تشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى بالسوق المالي السعودي 2014 - 2018، أطروحة دكتوراه، شعبة علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الواد، الجزائر، 2021 / 2022.

92. جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة لمحفظه الاستثمارية المثلى: بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، لسنة الثانية عشر، المجلد الرابع عشر، العدد 37، 2016.
93. راشدة عزيزو، المؤسسة والأسواق المالية، مطبوعة موجهة للسنة الثالثة ليسانس، غدارة مالية، جامعة ابن خلدون تيارت، 2021 / 2022.
94. عادل محمد وزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، القاهرة – مصر، 2004.
95. عز الدين محمدي، عبد العالي صالح، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظه الاستثمارية المثلى: دراسة حالة عينة اسهم مختارة من سوق البحرين للأوراق المالية، مجلة دراسات، المجلد 16 العدد 01، جامعة الأغواط، الجزائر، 2019.
96. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
97. محمد الفاتح محمود، بشير مغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة – مصر، 2018.
98. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، القاهرة – مصر، 1998.
99. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
100. نور صباح حميد الدهان، أثر المخاطرة القطرية في محفظه الأسهم المثلى: دراسة تطبيقية ف سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005 – 2015، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم المالية والمصرفية، العراق، 2017.

1. Diani ،économie et organisation des entreprises ،cour d'économie et gestion, faculté des sciences juridiques économiques et sociales, université sidi Mohamed ben Abdellah, Fès, Maroc, 2011-2012.
2. Aimé Scannavino, Les Marchés Financiers Internationaux Paris : Dunod, 1999.
3. Bertrand Jacquillat et autres, Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques,6e édition, Dunod, France, 2014.
4. Bertrnd Jacquillat, Bruno Slonik, Marchés Financiers : gestion de portefeuille et des risque, Paris, 1994.
5. Brigham. F. Eugene, Ehrhardt. C. Michel, “Financial Management Theory & Practice,” 11th edition, Southwestern, USA, 2005.
6. David Begg et autres, Macroéconomie, édition Dunod, deuxième édition, 2002.
7. Gaston Défosse, la bourse des valeurs et les opérations de bourse, presses universitaires de France, neuvième édition, 1975.
8. <http://fecg.univ-bouira.dz/wp-content/uploads/2021/11/%D8%AF%D8%B1%D9%88%D8%B3%D9%85%D8%AD%D9%81%D8%B8%D8%A9-%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%A9.pdf>
9. Jean-Luc Charron ،Sabine Sépari : organisation et gestion de l'entreprise, Manuel et applications, 2édition, Parise ; 2001.
10. Jeff Madura, Financial institution and markets, 7 editions, Thomson, southwestern – USA, 2006.

11. Lawrenle Gitman & Michael Joelink, Investissement et marches financiers, Person éducation, Paris , 2005.
12. Muler. Paul A covered option : trading and derivations, Global Investor, April 1998.
13. PMI, P. M. I. Project Management Institute (PMI): The Standard for Portfolio Management (U. Project Management Institute, Inc., USA, 2013.