



جامعة العربي التبسي – تبسة



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

الرقم التسلسلي: / 2021

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

فرع: العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

المذكرة موسومة بـ:

دور الاستثمار المؤسسي في دعم أسواق الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأوراق المالية (الاماراتية)

إشراف الأستاذ:

- عادل طلبة

من إعداد :

- فالي ياسين

- زمال زيد

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
رياض موساوي	أستاذ محاضر-أ-	رئيس
عادل طلبة	أستاذ محاضر-أ-	مشرفا ومقررا
الطيب الوافي	أستاذ التعليم العالي	عضوا مناقشا

السنة الجامعية: 2020-2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

(رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحًا

ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين) النمل: الآية (19)

الحمد لله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، الحمد لله حمدا كثيرا كما ينبغي لجلاله وعظيم سلطانه.

إذا ما كان لعمل أن ينجز فلا بد من تقديم الشكر والامتنان لكل من ساهم في إتمامه،

ومن هنا أتقدم بخالص الشكر والعرفان بالجميل إلى من كان له فضل الاشراف على هذا العمل في البدء والختام ثم الحبيب المصطفى سيد الخلق والأنام والشكر لهذه الأرض الملاذ وما الشكر

حوت ..

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من صنّع إليه معروف فقال لفاعله جزاك الله خيرا فقد بالغ في الثناء" رواه الترمذي وابن حبان.

الشكر موصول الي المؤسسة التعليمية جامعة تبسة للعلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير والشكر لقسم العلوم الاقتصادية واخص بالشكر الدكتور طلبة عادل لمتابعته وارشاداته من خلال اطلاعه على هذه الدراسة، كما أتقدم بالشكر الي أسرة المكتبة الجامعية

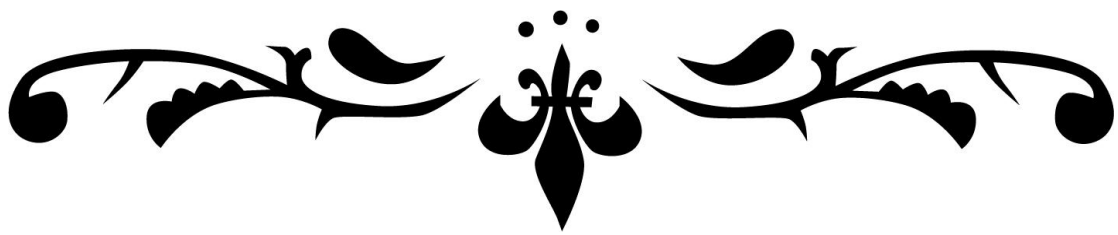
كما أتقدم بالشكر للوالدين الكريمين اللذين ثابروا على وصولي لهذا المستوى كما أخص بالشكر الزميل زمال زيد وكل الذين وقفوا معي في مشوار دراستي ولكل من أسهم معي بكلمة طيبة.





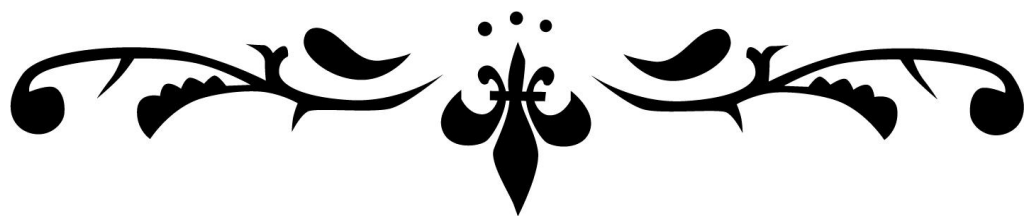
وَقَالَ

رَبِّي لَأَكْفِرَنَّ
عَنْكُمْ وَإِنِّي
لَأَكْفِرَنَّ





الفهارس



فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الشكر والعرفان
	الإهداء
I-III	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
V	فهرس الأشكال
VI	قائمة المصطلحات
أ-و	المقدمة العامة
الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية	
02	مقدمة الفصل
03	المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية
07	المطلب الثاني: أنواع وخصائص أسواق الأوراق المالية
09	المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية
10	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية
10	المطلب الأول: أوراق الملكية "الأسهم"
14	المطلب الثاني: أوراق الدين "السندات"
19	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة
22	المبحث الثالث: إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية
22	المطلب الأول: الهيئات المنظمة ومتطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية
27	المطلب الثاني: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية
33	المطلب الثالث: شروط الإدراج ومتطلبات الإفصاح في أسواق الأوراق المالية
36	خلاصة الفصل

فهرس المحتويات

الفصل الثاني: الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية	
38	مقدمة الفصل
39	المبحث الأول: أساسيات الاستثمار المالي
39	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار ومحفظاته
43	المطلب الثاني: تقسيمات الاستثمار المالي
45	المطلب الثالث: عوائد الاستثمار المالي وأثره ومخاطره
47	المبحث الثاني: الاستثمار المؤسسي وأنواعه في أسواق الأوراق المالية
47	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المؤسسي
47	المطلب الثاني: أنواع المستثمرين في أسواق الأوراق المالية
49	المطلب الثالث: مؤسسات الاستثمار المؤسسي
54	المبحث الثالث: مساهمة الاستثمار المؤسسي في دعم واستقرار أسواق الأوراق المالية
54	المطلب الأول: مساهمة الاستثمار في تحقيق الكفاءة
57	المطلب الثاني: مساهمة الاستثمار في تحسين السيولة
58	المطلب الثالث: مساهمة الاستثمار في التأثير على حكومة المؤسسات
62	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الاماراتي ودوره في دعم أداء السوق	
64	مقدمة الفصل
65	المبحث الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الاماراتي
65	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الاماراتي
66	المطلب الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية الاماراتي
67	المطلب الثالث: مهام هيئة الأوراق المالية والسلع ومهام السوق المالي في الامارات
68	المطلب الرابع: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الاماراتي
70	المبحث الثاني: تطور أداء السوق من حيث عدد الشركات المدرجة
70	المطلب الأول: تطور أداء السوق من حيث عدد الشركات المدرجة
74	المطلب الثاني: تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول
77	المطلب الثالث: تطور أداء السوق من حيث الإفصاح والحوكمة

فهرس المحتويات

83	المبحث الثالث: صناديق الاستثمار ودورها في دعم سوق الأوراق المالية الاماراتي
83	المطلب الأول: تطور وعدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاماراتي للفترة (2010-2019)
86	المطلب الثاني: قيمة وجنسية صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الاماراتي للفترة (2010-2019)
88	المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الاماراتي
91	خلاصة الفصل
95-93	الخاتمة العامة
-97	قائمة المراجع
101	

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
19	مقارنة بين الأسهم والسندات	01
72	تطور أداء السوق من حيث عدد الشركات والبورصات المدرجة من 2010 الى غاية 2019	02
75	تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول من 2010-2019	03
78	عدد الشركات الخاضعة والغير خاضعة لضوابط الحوكم	04
79	عدد الشركات الملزمة بالإفصاح عن تقرير الحوكمة والغير ملزمة بالتقرير	05

فهرس الأشكال

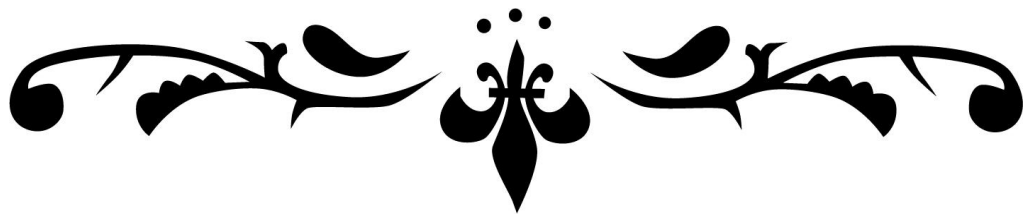
رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
6	أنواع أسواق الأوراق المالية	01
44	أقسام الاستثمارات المالية	02
73	عدد الشركات المدرجة خال السنوات 2010 الى غاية 2019	03
73	قيمة البورصات المدرجة من سنة 2010 الى غاية 2019	04
74	النسب المئوية للقيمة البورصية مقارنة بالسنة التي قبلها	05
76	يبين قيمة التداول بالدرهم من 2010- 2019	06
79	يمثل عدد الشركات الخاضعة والغير خاضعة لضوابط الحوكمة	07
81	عدد الشركات الملزمة بالإفصاح عن تقرير الحوكمة والغير ملزمة بالتقرير	08

قائمة المصطلحات

A.V.M.M.P	Autorité des valeurs mobilières et des matières premières	هيئة الأوراق المالية والسلع
COB	Commission des opérations boursières	لجنة عمليات البورصة
MB	Marchés boursiers	أسواق الأوراق المالية
I.I	<i>Investissement institutionnel</i>	الاستثمار المؤسسي
FI	Fonds d'investissement	صناديق الاستثمار



المقدمة العامة



المقدمة العامة

المقدمة العامة

لقد أصبح موضوع الاستثمار المالي من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة وأساسية في أولويات الدراسة الاقتصادية والمالية والمصرفية والإدارية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شهدتها المجتمعات المتقدمة، هذه التطورات صاحبها تطور مماثل في دراسة الاستثمار ومجالاته المختلفة لذا تظهر أهمية دراسة هذا الموضوع خصوصا لدى الدول النامية التي عليه الاهتمام أكثر علميا وعمليا بموضوعات ومجالات وأدوات الاستثمار الأكثر نفعاً للمجتمعات من خلال التحسين من كفاءة هذا الاستثمار قصد تطوير السوق وتضمن زيادة الادخار لدى المواطنين ومن ثم توجيه المدخرات نحو مجالات الاستثمار المختلفة واختيار الأدوات التي تساهم في خلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد الوطني.

فعالنا المعاصر يعيش العديد من التطورات والتغيرات السريعة والمتلاحقة في شتى المجالات العلمية والتكنولوجية، الإدارية، الاجتماعية وخاصة الاقتصادية... هذه التغيرات جعلت الدول تعطي أهمية بالغة للتنمية الاقتصادية للتمكن من تطوير مجتمعاتنا باعتبار أن التنمية الاقتصادية بوابة التقدم.

فقد شهدت الأسواق المالية برمتها تطورا ملحوظا على جميع الأصعدة والمستويات خصوصا في ظل العقود الأخيرة، حيث أنها أصبحت المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول غير أنها تلعب دورا هاما في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة، إذ تعمل هذه الأسواق على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها على أموال فائضة من برامجها الاستثمارية التي تعاني عجز كبير في التمويل، فلو تم تصور عدم وجود هذه الأسواق، فإن الوحدات الاقتصادية لن تقوم ببرامجها الاستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها الحالية، وعليه ستؤجل هذه الاستثمارات لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، ومن ناحية أخرى قد تكون هناك وحدات اقتصادية لديها مدخرات متراكمة ولكن ليس لديها فرص استثمارية متاحة، وبالتالي تبقى الأموال لديها راكدة وعاطلة.

وتعد سوق الصيرفة أحد الأطراف الفاعلة في سوق الأوراق المالية، فهذه السوق تشكل جزء من السوق المالية، ونشأة وظهور هذه السوق مرتبط بمجيء وتطور الرأسمالية الصناعية إذ وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات وتحقيق عمليات تبادل القيم المنقولة وتمويل النمو الاقتصادي.

فسوق الأوراق المالية لعبت دورا هاما في تأمين الموارد التمويلية الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية التي تحتاج للمزيد من الموارد تفوق مدخراتها مقابل إيجاد فرص مواتية للتوظيف الفعال للفوائض التي تتحقق لدى المدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

فقد ظهر في الاقتصاد العالمي خلال العشريتين الأخيرة، دور المستثمرين كأهم المتعاملين في بورصة الأوراق المالية العالمية وذلك بتوظيف المحافظ البارزة للأوراق المالية واستثمارها في مختلف المؤسسات، وأصبح تأثيرهم واضح على مستوى النظام المالي الدولي نظرا لمساهمة الاستثمار المؤسسي في زيادة فعالية وكفاءة أسواق الأوراق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي في ذلك وهذا ما عزز دوره المهم في استقرار أسواق الأوراق المالية.

المقدمة العامة

1/ إشكالية الدراسة:

إن الاستثمار المؤسسي شهد تطورا ملحوظا على المستوى العالمي، حيث برز دور المستثمرين المؤسسين كأهم المتعاملين في البورصات الأوراق المالية العالمية، كما أصبح تأثيره واضحا على مستوى النظام المالي، وفي ظل هذا الواقع أصبح من الضروري أن يمنح للاستثمار المؤسسي الاهتمام الكبير من قبل كل الدول نظرا لأهميته ومكانته المتنامية في أسواق الأوراق المالية وتمتعه بمجموعة من المزايا التي تفضله عن الاستثمار الفردي ومن خلال ما سبق حصر الإشكالية العامة في التساؤل الرئيسي التالي:

● ما هو الدور الذي يلعبه الاستثمار المؤسسي في دعم استقرار أسواق الأوراق المالية؟

وانطلاقا من الإشكالية المطروحة يمكن طرح التساؤلات الفرعية الموالية:

◀ هل المهام الموكلة للهيئات المنظمة كفيلة بتنظيم عمليات التداول وحماية المستثمرين في أسواق الأوراق المالية بغية استقرارها؟

◀ ما المقصود بالاستثمار المؤسسي، وما علاقته بأسواق الأوراق المالية؟

◀ هل يمكن الحكم على سوق الأوراق الإماراتي بأنها سوق كفؤ، وما واقع الاستثمار المؤسسي فيها؟

2/ فرضيات الدراسة:

وفي هذا الإطار يمكن أن تنطلق هذه الدراسة من الفرضية الرئيسية الموالية:

● يحقق الاستثمار المؤسسي نتائج إيجابية من شأنها المساهمة في دعم استقرار أسواق الأوراق المالية، وللإجابة عن الأسئلة الفرعية تم وضع الفرضيات الفرعية الموالية:

- تساهم الهيئات المنظمة من خلال مهامها التنظيمية والإشرافية في دعم استقرار سوق الأوراق المالية،
- للاستثمار المؤسسي دور فعال في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال تحسين الكفاءة وزيادة السيولة وتقليل التذبذب في الأسعار.
- عرف سوق الأوراق الإماراتي تحسن في تطوير أدائه نتيجة لجهود هيئة السوق المالية في تعزيز الجانب التشريعي والتنظيمي وإعطاء أهمية للاستثمار المؤسسي.

3/ أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية سوق الأوراق المالية ومؤسسات الاستثمار المؤسسي على حد سواء، حيث يلاحظ أن هذه السوق تتزايد أهميتها بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعلها تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد، أما عن الاستثمار المؤسسي فيعتبر وجود المستثمرين المؤسسين في السوق كشركات الاستثمار المشترك والتأمين وصناديق الاستثمار وغيرها من مؤسسات تجميع المدخرات واستثمارها من العوامل الرئيسية في دفع عوامل العرض والطلب وارتقاء السوق، فمن ناحية تشكل هذه المؤسسات قناة لتجميع مدخرات المستثمرين ومن ناحية أخرى تساعد الأحجام الكبيرة

المقدمة العامة

لاستثمارات هذه المؤسسات في استقرار السوق كما أنه يساهم في تحقيق الكفاءة والنضج في أسواق الأوراق المالية باعتبار أن قراراته غير عشوائية فهي تعتمد على معايير استثمارية، اقتصادية ومالية.

4/ أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة إلى اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع خاصة مع إهمال الاهتمام بدور المستثمر المؤسسي في أسواق الأوراق المالية العربية عموماً.
- الموضوع له علاقة بمجال التخصص.
- الحداثة التي يتصف بها الموضوع حيث أن الاستثمار المؤسسي مازال غير معروف المعالم لدى معظم الأفراد والمستثمرين.

-الإرادة الشخصية للاطلاع على موضوع أسواق الأوراق المالية في الامارات.

5/ الهدف من الدراسة:

أمام هذه المعطيات فإن هذه الدراسة تصبو إلى بلوغ عدة أهداف أبرزها:

- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية والاستثمار المالي عامة والاستثمار المؤسسي خاصة.
- إبراز الدور الذي يقوم به الاستثمار المؤسسي في دعم استقرار هذه السوق.
- اختبار مدى كفاءة سوق الأوراق المالية من حيث التنظيم والأداء في الامارات.
- دراسة واقع الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم استقرارها.
- تحليل أداء سوق الأوراق المالية الإماراتي، وتقييم مؤشرات تطورها للوقوف على مدى التطور الحاصل في أدائها خلال سنوات الدراسة (2005/2019).
- فتح الأبواب لتقديم اقتراحات من شأنها تنشيط بورصة الجزائر من خلال الاستثمار المؤسسي، كما أن ذلك سيفتح فرصة إسقاط هذه المجهودات على بورصة الجزائر عن طريق أعمال بحثية لاحقة.

6/ منهج البحث:

للإمام وللإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة عن الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث تطلبت الدراسة استعمال المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث وجمع الإحصاءات وتبويب البيانات عن طريق أشكال وجداول أما المنهج التحليلي استخدام في تحليل البيانات المجمعة.

المقدمة العامة

8/الدراسات السابقة:

فيما يخص أسواق الأوراق المالية هناك العديد من الدراسات السابقة أهمها:

- 1- حريزي راجح: سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون أعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري قسنطينة (2010/2009).
- حيث توصلت الدراسة للمقترحات التالية: يجب أن تقوم الهيئة العامة للرقابة المالية بدور رقابة رشيد وفعال، ونظرا لعدم التزام الكثير من الشركات بقواعد الإفصاح والشفافية تقترح الدراسة اتخاذ مزيد من الاجراءات للوصول إلى حل، كما يجب أن يتواجد نظام شامل للمعلومات.
- 2- رشيد هولي: مدى فاعلية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مذكرة مقدمة لنيل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، 2010-2011.
- تضمنت الدراسة النتائج التالية : إثبات العلاقة الطردية المتبادلة بين الخصخصة وسوق الأوراق المالية، فإذا كان السوق يتمتع بالكفاءة والنشاط، اختلفت مساهمة أسواق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ عمليات برنامج الخصخصة
- 3- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- توصل الباحث في هذه الأطروحة إلى النتائج التالية: عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة، أغلب التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية العربية قد وضعت في معظم الدول العربية خلال فترات زمنية متباعدة، ومن هنا بقاء التشريعات على ما كانت عليه لا يتماشى مع التطورات الاجتماعية المحلية.
- 4- عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية، مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة منتوري، 2011/2012.
- تدور إشكالية هذا الباحث حول: م الدور الذي يمن أن تلعبه الوساطة المالية بغية تنشيط وتطوير المعاملات المالية في سوق الأوراق المالية كما تتمحور نتائج الدراسة في:
-تعتبر سوق الأوراق المالية من الاليات التي تساهم في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد في الاستثمارات الأكثر ربحية، كما يعتبر وجود مؤسسات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية أحد المقومات الهامة لنجاح ونمو هذه السوق، وتتطلب مهنة الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية شروطا معينة سواء بالنسبة للشخص الطبيعي أو بالنسبة للشخص المعنوي، كما تسعى لتوفير المعلومات المالية باستمرار وتحليلها بدقة من طرف الوسطاء.

أما فيما يخص الإستثمار المؤسسي فكما سبق وذكرنا انعدام المراجع المتعلقة به من كتب ومذكرات، لكن هذا لا ينفى وجود مواضيع مطروحة من قبل أساتذة وملتقيات تم الاعتماد عليها في -موضوع الدراسة وتمثلت في:

المقدمة العامة

1- فتحي أحمد، دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية، دراسة الحالة المصرية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد (2014).

تكمن نتائج الدراسة على المستوى النظري في: تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد المكونات الرئيسية لسوق المال في مصر وتتضح أهميتها من خلال الوظائف الاقتصادية، أما لتنشيط السوق يجب إدخال مؤسسات جديدة تعمل على مجالات الاستثمار، ويتمتع المستثمر المؤسسي بالعديد من الخصائص التي تتميز عن المستثمر الفرد، انخفاض الوعي الاستثماري في الأوراق المالية في مصر لتفعيل حيازة الأصول الحقيقية مثل الذهب والعقارات، أما المستوى العلمي فقامت الدراسة باختيار السببية بين تداول المستثمرين من أفراد ومؤسسات، كما تثير النتائج المعنوية بوجود علاقة تبادلية بين إجمالي تداول المستثمرين الأفراد، وتوضح النتائج بوجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من إجمالي تداول المستثمرين الأفراد TND .

2- صلاح الدين محمد أمين الإمام، إجراءات تجنب آثار انتقال الأزمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم المالية والإدارية، جامعة الإسراء الخاصة، 2006-2007.

توصل الباحث في دراسته للنتائج التالية: تعد أبعاد الأزمات قد أستفرت فعليا عن حدوث تغيرات في ميادين النظري والتطبيق، كما أن الأزمات المالية العالمية لعام 2008 في الولايات المتحدة الأمريكية بفعل هيكلها المالي المعقد والفريد من نوعه، ومن الصفات المرافقة للأزمات المالية هو إمكانية انتقالها من البلد الذي تنشأ فيه إلى البلدان الأخرى وبسرعة. كما تطرق الباحث للهدف الآتي إيجاد بناء معرفي يرتبط بجوانب الأزمات المالية والاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية.

8/هيكل الدراسة:

قصد الامام بمختلف جوانب الموضوع تم الاعتماد على خطة تنقسم إلى ثلاث فصول أساسية ففي الفصل الأول تم التطرق إلى الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية وكذلك من خلال تقديم بعض المفاهيم الأساسية لأسواق الأوراق المالية وكذا أنواعها ووظائفها ثم التطرق إلى إدارة وتنظيم سوق الأوراق المالية من حيث الهيئات المنظمة لها وآليات التعامل فيها بالإضافة إلى متطلبات الاستقرار فيها، وتم التطرق أيضا إلى الاوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية بمختلف أنواعها.

أما الفصل الثاني فقد تم من خلاله عرض أساسيات الاستثمار المالي من حيث مفهومه، تقسيماته، مراحلها، عوائده ومخاطره، ثم تطرقنا إلى الاستثمار المؤسسي من خلال مفهومه وأنواع المستثمرين في أسواق الأوراق المالية ومؤسساته، ومن خلال الفصلين السابقين تمت الإحاطة بالجانب النظري لموضوع الدراسة أما الجانب التطبيقي فقد تمت من خلال الفصل الثالث والأخير الذي احتوى على دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإماراتي (دبي وأبو ظبي) بدءا بالتعرف والرقابة على نشأة وتطور سوق الأوراق المالية دبي الإماراتي ثم الإطار التشريعي والتنظيمي له والرقابة على التعاملات المالية، ثم تم التطرق إلى دعم استقرار أسواق الأوراق المالية الإماراتي خلال فترة الدراسة(2010/2019) من حيث عدد الشركات المدرجة والملزمة بالإفصاح وحجم التداول والسيولة فيه ومؤشرات حماية المستثمر وتحليل البيانات وأخيرا تم التعرف على تطور وعدد صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الاماراتي للفترة (2010-2019) ثم تطرقنا إلى قيمة وجنسية صناديق

المقدمة العامة

الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاماراتي ومدى مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية الاماراتي للفترة الممتدة بين (2010-2019).

9/ صعوبات الدراسة:

أثناء القيام بهذه الدراسة تم التعرض لجملة من الصعوبات والعراقيل يمكن حصرها فيما يلي:

- الوقت حيث حال دون جمعنا للمعلومات الكافية والخاصة بالدراسة.
- قلة وعدم توفر المراجع الشاملة بلب الموضوع الذي هو له غاية في الأهمية بل انعدام وجود مرجع وحيد (كتاب) حول الاستثمار المؤسسي، وكل المراجع التي تم الاعتماد عليها تم الحصول عليها من خلال المواقع الالكترونية (مقالات وملتقيات).
- صعوبة الحصول على معلومات بشأن الاستثمار المؤسسي بصفة عامة لاستخدامها في الجانب النظري من الفصل الثاني، حيث أن الكم القليل من المعلومات يخص أو يدرس حالة دولة ما وليس بالإجمال.

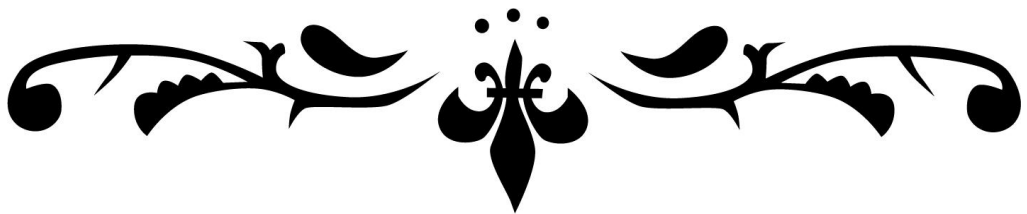


الفصل الأول

الإطار النظري

لأسواق الأوراق

المالية



مقدمة الفصل:

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الإقتصادية المدخرة والتي يتوافر لديها فوائض مالية تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الإقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية فنتج عنها تطورات متلاحقة في كل المجالات الإقتصادية الصناعية والاجتماعية إزدياد الحاجات المالية للوحدات الإنتاجية بحكم توسعها، مما أدى بالضرورة إلى تطور الأنظمة المالية نظرا لما تقدمه من دور مهم في تحقيق نمو إقتصادي أمثل وأحد الأطراف الفاعلة في النظام المالي هي سوق الأوراق المالية، فهذه السوق على غرار الأسواق الأخرى لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما تمثل مصدر من مصادر الأموال التي تحتلها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الإقتصادي، فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز المالي، وفقا لشروط وإجراءات وطرق خاصة للتعامل وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها وجدت الحكومات أنه من الضروري أن تنظم هذه السوق ويتم إدارتها بالشكل المناسب.

ومن هذا المنطلق إستوجب علينا تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل أسواق الأوراق المالية، وقصد التعرف أكثر على هذه المفاهيم تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

- ماهية أسواق الأوراق المالية
- الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية
- إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية
- متطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية أسواق الأوراق المالية.

إن أسواق الأوراق المالية (البورصات) قد فرضت نفسها على معظم إقتصاديات الدول وأصبحت تعكس الوجه الحقيقي لتلك الإقتصاديات من خلال دورها في حشد وتعبئة الموارد المالية لذلك أضحت تلعب دورا مهما وحيويا في تمويل منشآت الأعمال ومختلف المشاريع الاقتصادية التي تنتجها الدولة، مما جعلها أداة أساسية لتدعيم النمو الإقتصادي وتحقيق الرواج لقطاع المال والأعمال ودعم الأمن والائتمان المالي داخل المجتمع، وبالتالي تحقيق النهوض الشامل والمتسارع في مختلف جوانب الحياة.

فموضوع البورصة يعتبر من المواضيع المستجدة في بلادنا، سواء من حيث الممارسة على مستوى الواقع (وجود البورصة) أو من حيث مستوى الوعي والثقافة حول هذا الموضوع لدى مختلف شرائح المجتمع، لذلك جاءت هذه الدراسة الموسومة "سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها" لرفع اللبس عن مختلف جوانب هذا الموضوع وتقييم واقعنا الحالي. ولتوضيح ما سبق فقد حاولنا من خلال هذا المبحث التعرف بدقة على ماهية سوق الأوراق المالية، من خلال تقسيمه إلى ثلاث مطالب كما يلي:

المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية.

يمكن التطرق إلى كل من نشأة سوق الأوراق المالية ومراحل تطورها وتعريفها بالإضافة إلى خصائصها من خلال ما يلي:

الفرع الأول: نشأة أسواق الأوراق المالية ومراحل تطورها

أولا: نشأة أسواق الأوراق المالية:

ترجع نشأة أسواق الأوراق المالية إلى إنتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الإقتراض خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وقد كان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا ثم إستقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن بورصات الأوراق المالية. وقد ذكر البعض أن تاريخ نشأة الأسواق المالية يرجع إلى الرومان حيث أنهم أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد وأنشأ اليونان متجر للمقايضات في أثينا، كما عرفت العرب سوقا للأموال يسمى بزار¹

وعند التطرق للظهور التاريخي للبورصة إرتئينا لأبد من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها وإنتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان وبعد ذلك الإمبراطورية الرومانية.

وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون لا بل غياب كامل باستثناء المنطقة العربية دامت 550 عاما حيث عادت وظهرت في شمال إيطاليا عندما قرر المشرعون الرومانيون في حينه وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود.

1-صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، السبل مقترحات النجاح. عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، 2003، ص ص:5-6.

وتشير الدراسات إلى أن فكرة الأسواق المالية تستند (تاريخياً و إيديولوجياً) على نظرية آدم سميث التي تركز على فكرة تقسيم العمل وتعتمد هذه الفكرة على حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج، تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وما يترتب على ذلك من إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم سوق بشكل عام، والإدارة التي يتم التعامل بها في تلك السوق فقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حالياً بعدة مراحل يمكن إيجازها في ما يلي:¹

- **المرحلة الأولى:** وتتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية.
- **المرحلة الثانية:** وبدأت مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت الأخيرة تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في هاته المرحلة فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي.
- **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط طويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات...إلخ. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد إحتياجات من الأموال لكي تفي بحاجياتها لتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.
- **المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية، حيث هذه المرحلة إزدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية إنجاح السوق النقدي مع السوق المالي.
- **المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية تهتم ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية (البورصة).

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق أو بورصة الأوراق المالية كما يطلق بمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء أكانت لأجل قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراد ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى الواسع فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان واحد وإنما في معاملات محددة... وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الإستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية، وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية.²

¹ - عبد الغفار حنفي. رسمية زكي قريفاص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإسكندرية. د.ط. ص 290
² - كمال توفيق خطاب. نحو سوق مالية إسلامية طيبة تمهيدية - جامعة اليرموك اربد الأردن. د 3 بتصرف

فالأسواق المالية هي مكان إلتقاء عرض الأموال (المدخرين بالطلب عليها) (المستثمرين)، حيث تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع الى إستثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي، أي صناعة رأس مال الذي يعتبر واحدا من أهم عوامل الإنتاج، فالوظيفة الإقتصادية لأسواق المال هي تخصص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل إستخداماتها (الإستثمارات).

وتشمل أسواق المال على كل من المدخرين المستثمرين، والمنشآت المالية، والأدوات المالية حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات (أفراد، شركات، ومنظمات حكومية) لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثمارها بطرق مفيدة، وبالتالي تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، وذلك لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين.

الفرع الثالث: مكونات أسواق الأوراق المالية.

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

1- أسواق أولية: ويسمى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي:¹

* **مصرف الاستثمار:** هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

*النصح والمشورة، نظرا للخبرة وما يتوافر لديه من كفاءات.

*الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

*التسويق وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمستثمرين ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية ... الخ

***أسلوب البيع المباشر:** تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بان تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب ان الشركة غير ملزمة بعملية التسديد.

2- أسواق ثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، وهي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية، ويجب الملاحظة بان عائد بيع الأوراق المالية يذهب مبرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية وتنقسم الى نوعين:

1- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة الى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجز أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.²

1 - عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص:70.

2 - أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص:7.

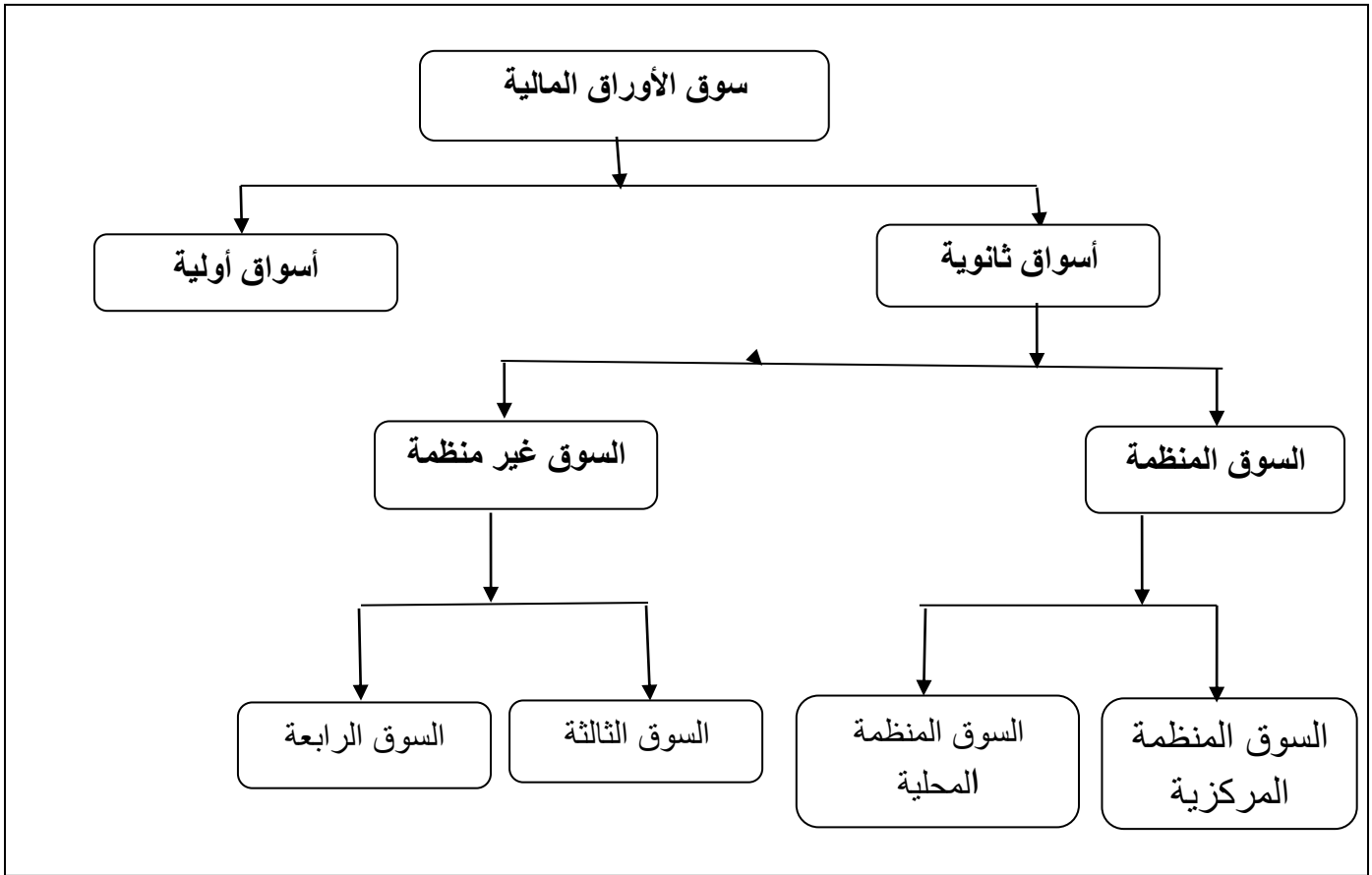
2- السوق غير المنتظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض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

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعين من الأسواق:

أ- السوق الثالث: وهو جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها.

ب- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين اغنياء المستثمرين، دون الحاجة الى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية حديثة.

شكل رقم 01: أنواع أسواق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على مرجع: عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، **مرجع سابق**، ص ص: 22-29.

المطلب الثاني: أنواع وخصائص أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: أنواع أسواق الأوراق المالية.

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين متكاملتين فيما بينهما، ويمكن التمييز بينهما على أساس طبيعة العمل أو طبيعة العمليات وهذين السوق هما:
السوق الأولية (سوق الإصدارات).
السوق الثانوية (سوق التداول).

الفرع الأول: السوق الأولية (سوق الإصدارات).

تعرف هاته السوق على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك الإستثمار¹.
وفي غالب الأحيان هذه السوق تتكون من مؤسسات متخصصة بعملية عرض الإصدارات الأولية للأوراق المالية، ويطلق عليها اسم بنكير أو بنك الإستثمار مثل مارلنش واخوان سالمون ومؤسسة بوسطن في الولايات المتحدة الأمريكية².

ومن الجدير بالذكر أن التعامل في السوق الأولية يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات ويتم الإقتراض أو المساهمة وفقا لإتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدنين (بالنسبة للقروض) وبين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال) كما يتم وفقا لإتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب.

الفرع الثاني: السوق الثانوية (سوق التداول).

وهي السوق التي تجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيها التداول بين الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا فإن السوق الأولية تستمد فعاليتها من السوق الثانوية ويمكن تقسيم هذه السوق إلى³:

1/ السوق المنظمة: وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنظمة وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، وتعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

أ/ السوق المنظمة المركزية: ويعنى بها البورصة المركزية أي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق ومن مثيلاتها: بورصة طوكيو وبورصة لندن وبورصة نيويورك للأسهم.

ب/ السوق المنظمة المحلية: ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضا بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

¹ - عاطف وليم اندراوس - أسواق الأوراق المالية - بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطویرها - دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2008، ص 21

² - فيصل محمود الشواوة - الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية. دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008، ص 103

³ - حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها وتنظيمها-ادواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، 2002، ص16.

2/ السوق غير المنظمة: وهي التي تتم فيها المعاملات خارج البورصات او الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة - نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الاساسي في عمليات التداول فهذه السوق لا تتوفر على مكان محدد لأجراء عمليات التداول، اذ تتم من خلال شبكات اتصال قوية سريعة.

ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع لسوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها فهذه السوق عالية الأوتوماتكية، فقد قام الإتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة إتصالات على المستوى القومي، تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام. وتنقسم هذه السوق الى السوق الثالثة والسوق الرابعة.

***السوق الثالثة :** وهي سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة وذلك من خلال أعضاء من بيوت السماسرة خارج البورصة، وهذه الأسواق على إستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية أما أعضاء بيوت السماسرة لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة بينما لهم الحق في تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها.¹

كما أن أعضاء بيوت السمسرة هذه قد تشكل عنصرا منافسا للأعضاء داخل البورصة خاصة العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة خارج البورصة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية، خاصة أن سمسرة هذا السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم من كبار المستثمرين ذوا الخبرة العالية لا يتطلب منهم أي خدمات خاصة أو إضافة من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جدا.

السوق الرابعة: وتسمى أيضا بسوق الوضع الخاص أو السوق المباشرة وظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية كنتيجة لتطور شبكات الاتصالات، فهي تشبه إلى حد كبير السوق الثالث من حيث الصفقات التي تتم خارج السوق المنظمة، غير أن التعامل فيها يتم عن طريق الإتصال المباشر، بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى أعضاء بيوت السمسرة، ومما يسهل هذا الإتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع إلى السماسرة، وفي بعض الحالات قد يتم الإستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، والمعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة وعمولة السمسرة، وفي هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة، سواء كانت داخل البورصة أو خارجها .

الفرع الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:²

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى ولديها شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.
- يتطلب وجود بها سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الاسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 43

² - جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية
- أسواق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فذلك يعطيها خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، وإتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.
- كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية¹
- أسواق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج الى أموال تسدد على أمد طويل.
- ب/ الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي ج/ الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن إهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية

- تقوم أسواق الأوراق المالية بعدة وظائف ويمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:
- أداة تمويل الإقتصاد عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الإقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.
 - تضمن للمؤسسات المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الإقتصادية بقدر كبير من الأداء.
 - تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الإقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الإقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الإقتصادية والاجتماعية.²
 - أداة لتوفير فرص إستثمارية متنوعة حيث تتوفر هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة، وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبنية بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة.
 - أداة ومؤشر للحالة الإقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي، وتسجيلها وحجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة والأسعار.
 - أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي، حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية

¹- طاهر حيدر حردان، مبادئ الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56

²- A. CHOINEL ، G. Royer ، Les Marches Financiers Structurer Et Acteurs ، Revue banque ، Paris ، 2 édition ، 1997 ، P 35.

- المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.
- أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وإزدهار اقتصادي.
 - **أداة لتقويم الشركات والمشروعات:** حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وهو ما يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.¹
 - أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المال بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، إنطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للإكتتاب في السوق.
 - أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الإقتصاد الوطني حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي إمتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الإستثمار.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية من أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية وتعتبر أصول مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو كلى الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الاصول المادية المقابل لها في ظروف معينة وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ذلك قسمنا هذا المبحث إلى ثلاث مطالب:

- الأوراق الملكية (الأسهم).
- أوراق الدين (السندات).
- المشتقات المالية والأوراق المهجنة.

المطلب الأول: أوراق الملكية (الأسهم).

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، حيث تتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا،

¹ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 103.

الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه

أولاً: تعرف السه

يعرف السهم على أنه: عبارة عن صكوك متساوية القيمة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها.¹

كما أنه يعرف أيضاً: تشكل رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم في الشركة، فإن كل من رأس المال المعطن ورأس المال المغطى ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيم الكلية للأسهم.²

ثانياً : قيمة السهم : للسهم عدة قيم نوجزها في ما يلي³:

1- القيمة الإسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس مال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، وهي أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

2- القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية):

وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات (مجموع رأس المال المساهم والاحتياطيات والأرباح المحتجزة) على عدد الاسهم المصدرة، وبذلك فهي تعتبر مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم.

3- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الاسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، حيث أنها القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوية للأوراق المالية، وقد تكون أكثر من القيمة الاسمية أو أقل منها وذلك حسب نقطة توازن العرض والطلب، لذي فهي تتميز بالتقلب حسب عدة عوامل.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم وخصائصها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به.
- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.

¹ -مصطفى رشيد شحبة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص. 169.

² -هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمار والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003، ص 92.

³ -محمود امين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من السوق، دار الوفاء لدينا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 48، 49.

- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

وسيتم التفصيل فيها كما يلي:

أولاً: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: حيث يمكن تصنيف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

1- أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل على ما يلي ¹:

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، جنسية المساهم، ونوعية ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها، مركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم ويتم التنازل عند هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى ، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم الحائز لها ².

3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، أذان الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، وتستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

ثانياً: تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي ³:

1- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

2- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة

¹ - جون وايت، الاستثمار في السندات و الأسهم، دار الفاروق للنشر و التوزيع، القاهرة 2003، ص، 72 .
² - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعلمية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، دون ذكر النشر، 1967، ص. 78.
³ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال العيد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص. 198.

3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ثالثا: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: يتم تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

1- الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية بتغيرات مستمرة، وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل¹:

• في المرحلة الأولى: يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

• المرحلة الثانية: يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة بل إنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشتريين والوسطاء، وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالك جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وهذا الحق يستمر إلى غاية تصفية الشركة.
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام.
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها.
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

2 الأسهم الممتازة: يطلق عليها الأسهم المهجنة، وتجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية.²

يطلق على السهم الممتاز أيضا اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية ويتمتع حملة هذه الأسهم بالحقوق التالية:

1 - هوشيار معروف كاكما مولا، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص، 92.

2 - عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص، 68.

- حق الأولوية في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، وهذا من شأنه أن يحقق نوعاً من الضمان لأصحاب هذه الأسهم للحصول على الأرباح.
- حق الأولوية عند تصفية الشركة، فتستوفي قيمة السهم الممتاز (أو جزء من هذه القيمة) قبل سداد قيمة الأسهم العادية.

ويمكن الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر التالية: ¹

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحصول على عائد ثابت محدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.
- حامل السهم الممتاز لا يحق له التصويت في الجمعية إلا في حالات محددة،
- يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح، هذا معناه أن حملة الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات حتى يتم سداد جميع توزيعات الأسهم الممتازة خلال الفترات السابقة.
- يحق للإدارة أن تقوم باستدعاء الاسهم الممتازة بحيث تقوم بشرائها من أصحابها، ولا يقع هذا الحق على الإدارة فيما يتعلق بالأسهم العادية.

المطلب الثاني: أوراق الدين (السندات)

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل ويندرج من هذا الصنف عدة أنواع نتناولها في النقاط التالية:

- تعريف السند - أنواع السندات - خصائص واهتلاك السندات - الفرق بين الأسهم والسندات

الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها

أولاً: تعريف السند:

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها وأنه وعد مكتوب من قبل المقترض (المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة إلى القيمة الاسمية بتاريخ معين. ²

كما يعرف السند على أنه: عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض (مصدر السند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد. ³

¹ -محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص، 101.

² -B-LAGET, Les Nouveaux Outils Financiers, Top édition, Paris, 1990, P :18.

³ - عبد النافع عبد الله الزوري وغازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص، ص، 160.161.

- حيث أن أهم المعلومات التي تصاحب اصدار هذا السند نوجزها كما يلي :¹
- القيمة الاسمية: وهي التي يتم بها إصدار السند لأول مرة في السوق الأولي.
 - معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية.
 - أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند أو تاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين.
 - الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
 - السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.
 - الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فعليه تحمل تسديد قيمة السند حسب اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الاصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

ثانيا: خصائص واهتلاك السندات

1- خصائص السندات:

- تتميز السندات بمجموعة من الخصائص وهي²:
- صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
 - يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم تربح ويترتب عليها بالإفلاس إن عجزت عن دفعها.
 - استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
 - قابلية السند للتداول، يحق لحامله أن يبيعه للغير.
 - تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على علاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق.
 - لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد بتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
 - لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون بقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له.
 - تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها تخضع للضريبة.
 - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها لا يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها.

¹ - سعيد توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998، ص: 51.

² - ضياء مجيد موساوي، البورصات (أوراق المال وادواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 37.38

2- اهتلاك السندات:

ما دام السند يمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، واهتلاك السندات عدة طرق نوجزها في ما يلي¹:

- **السداد الجزئي للسندات:** تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض المجرأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف عن الامكانيات المالية.
- **تكوين احتياطي استهلاك السندات:** قد ينص نظام الاصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:
 - كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
 - تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
 - تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.
- **السداد التدريجي:** تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة.

الفرع الثاني: أنواع السندات

التقسيمات المختلفة لأنواع السندات:

بالاعتماد على مجموعة من الاعتبارات يمكن تقسيم السندات الى عدة أنواع وهي:

1- حسب نوع وطريقة الضمان²:

- **السندات المضمونة بأصول معينة:** من أجل اجتناب رؤوس الأموال قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول.
- **سندات الغير مضمونة بأصول معينة:** وتسمى بالسندات البسيطة وليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

¹ مروان عطرون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات واليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الجزء الأول، 1993، ص. 76.77

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في المال والاعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 393.

2- حسب طريقة السداد¹ :

- **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها**
- **سندات تسدد قبل حلول مود استحقاقها:** قد يحدث أن تقوم شركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة قبل حلول ميعاد استحقاقها وذلك بطريقتين رئيسيتين: السداد الاختياري أو السداد الاجباري.
- **سندات تسدد تدريجياً:** أو ما يطلق عليها سندات ذات مواعيد استحقاق المتسلسلة، وفي هذه الحالة يقسم الاصدار إلى مجموعات مرتبطة تسدد في تواريخ استحقاق متتالية.

3- حسب آجال الاستحقاق:

تكون هذه الآجال إما قصيرة، متوسطة أو طويلة، وهناك السندات الدائمة أي السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد، والوسيلة البعيدة للتخلص من هذا النوع هو بيعها، كما يمكن للمنشأة التي أصدرتها شرائها في السوق مباشرة.

4- حسب جهة الاصدار:

- **سندات خاصة:** أي صادرة على الشركات الخاصة.
- **سندات حكومية:** أي صادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة الأخرى.
- **سندات دولية:** أي صادرة عن مؤسسات ومنظمات دولية حسب العملة التي تحرر بها السندات:

- سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.
- سندات محررة بعملات أجنبية: وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد اصدار هذه السندات وكان ذلك في بداية 1963.

6- حسب القيمة التي تصدر بها السندات:

- **السندات العادية أو الصادرة بالقيمة الاسمية² :** وهي تلك الصادرة بالقيمة المبنية عليها القيمة التي يجب على المكتتب أن يدفعها بالكامل، عند الاكتتاب ليستردها عند الأجل المحدد للسداد.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية، قارياً قص، مرجع سابق، ص: 270.

² - محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحالي الحقوقية بيروت، 2004، ص. 46.

- **السندات ذات مكافئة الوفاء:** والتي تصدر بأقل من القيمة الاسمية المبينة فيها، وعند الاكتتاب لا يلتزم المكتتب إلا بدفع القيمة الأولى وعند حلول أجل الاستحقاق يسترد القيمة الاسمية المذكورة فيه، أما الفرق بين القيمتين فهو علاوة الوفاء.
- **السندات ذات النصيب:** وهي سندات عادية تصدر بالقيمة الاسمية المبينة فيها، وتعطي الحق في فائدة.. سنوية ثابتة، كما تضاف إلى هذه الفائدة جائزة مالية تمنح لعدد من السندات يجري تعيينها بطريقة القرعة.

الفرع الثالث: الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه

الجدول رقم (1): مقارنة بين الأسهم والسندات:

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغير بشكل قانوني، أو إدماج الشركة في شكل أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأس ماله في موعد محدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي في تسديد الديون.
7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري لسعر الفائدة الإسمية على سند.	7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجارية.
8- الفوائد على سندات تغير من النفقات ولا تخضع لضريبة.	8- عائد الأسهم يعتبر توزيع للأرباح بخضع لضريبة.
9- حملة السندات ليس لهم الحق في الاطلاع أو الحضور للاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير أو البيانات.	9- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل بالشركة.
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى منها وتسد بقيمة أعلى من القيمة الإسمية.	10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الإسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار.

المصدر: ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 44-45.

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

نظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات وللتوضيح ما سبق ذكره يتم في هذا المطلب تناول عنصرين هما:

- المشتقات

- الأوراق المهجنة

الفرع الأول: المشتقات وأنواعها

أولا : تعريف المشتقات : يقصد بالمشتقات المالية أنه هناك ما يتم اشتقاقه من الأصل والمقصود هنا بالمشتقات أنها اشتقت من الأوراق المالية الأساسية ، لذلك فهي ليست أوراق مالية إنما عقود نابعة من الأوراق المالية، وهناك العديد من المشتقات ولكن معظم المستثمرين يركزون على نوعين من المشتقات المالية وهم عقود الخيار (الخيارات المالية) والعقود المستقبلية ، بالإضافة إلى نوع آخر عقود المبادلة.¹

ثانيا: أنواع المشتقات

(أ) - **عقود الخيار:** تمثل عقود الخيار أحد أدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من مخاطر التي تتعرض لها وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها.

1- تعريف عقود الخيار:

وهو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرره، وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف أصلا معين وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق، مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافئة للطرف الثاني.²

2- أركان عقود الخيار:

- **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق خيار سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافئة يدفعها للطرف الثاني، وهو محرر حق الخيار.³
- **محرر الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو المشتري الحق نظير مكافئة يحصل عليها من مشتري الحق.

1- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص. 79.

2- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر عمان، 2005، ص، 56

3- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص، ص: 311.312.

• **سعر التنفيذ:** وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.

• **السعر السوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

• **تاريخ التنفيذ:** يكون تاريخ إبرام الاتفاق وهو أول يوم لسريان الاتفاق.

• **تاريخ الانتهاء:** وهو الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق وهذا تاريخ آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الاوروبي.

(ب) **العقود المستقبلية:** يعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الاسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مقال هذه العقود.

1- **تعريف العقود المستقبلية:** هو التزام نمطي لبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل، والعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد.¹

2 أركان العقود المستقبلية²:

- **السعر في المستقبل:** وهو السعر المتفق عليه بين الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.

- **تاريخ التسليم أو التسوية:** وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

- **محل العقد:** ويقصد به الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرفي العقد والذي يكون بضاعة، أوراق مالية، مؤشرات عمولات... الخ.

- **مشتري العقد:** وهو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفعه السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في تاريخ المحدد في المستقبل.

- **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

(ج) **عقود المبادلة:** تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغيير سعر الفائدة، وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير، ومن أكثر هذه الأدوات استخداما، وتعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على

¹- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص: 124.

²- المرجع نفسه، ص: 128.

عكس ما هو معروف في عقود الخيار، كما أن المتحصلات والمدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية.¹

الفرع الثاني: الأوراق المهجنة

أولاً: تعريف الأوراق المهجنة: تعرف بأنها أوراق مالية جديدة لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منها، وعليه فإن الأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات.²

ثانياً: أنواع الأوراق المهجنة:

1- **الأسهم الممتازة:** هي جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية، وكذلك هي مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية، سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي فالسهم الممتاز ليس به نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية.

2- **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للرقابة، أما الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي تتمثل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس مال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

¹- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العيد، مرجع سابق، ص: 401.

²- منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الاسكندرية، 2008، ص: 536.

المبحث الثالث: إدارة وتنظيم أسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في الاقتصاد الكلي لذلك وجدت الحكومات إنه من الضروري تنظم هذه الأسواق، ويتم إدارتها بالشكل المناسب، حيث تنظم وتدار سوق الأوراق المالية وفق هيئات مسؤولة عن حماية المستثمرين وتحقيق الكفاءة وضمان الشفافية والوضوح وذلك بالاعتماد على الأوامر الضرورية من أجل تسوية الصفقات وذلك تدخل الوسطاء في بيع وشراء الأوراق المالية وقد وضعت الشروط اللازمة لإدراج وتسهيل الحصول على المعلومات الهامة ومن ثم الإفصاح عنها وقد تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كما يلي:

* الهيئات المنظمة وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية.

* شروط الإدراج ومتطلبات الإفصاح في أسواق الأوراق المالية.

* متطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الهيئات المنظمة ومتطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية

إن وجود هيئة منظمة لأسواق الأوراق المالية يعتبر دافعا هاما للتطور الاقتصادي والتنموي، حيث تكمن رسالتها في جملة من الركائز، كما تلتزم بأداء عملها وفق أفضل الأساليب، والتطرق إلى متطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية: إن معظم دول العالم لجأت إلى إنشاء هيئات أسواق المال ومن خلالها يتم تنظيم سوق الأوراق المالية من خلال قوانين وتشريعات تختلف باختلاف الدول : فالولايات المتحدة الامريكية تقوم بتنظيم سوق الأوراق المالية من خلال تشريعات تصدرها الولايات المختلفة، ويعتبر قانون الأوراق المالية الصادر 1934م ليغطي الأسواق الثانوية وليفرض ضرورة تسجيل البورصات الوطنية والسامسة والتجار، وفي ظل هاته القوانين تقوم هيئة الأوراق المالية والبورصة **SEC** وهذه الهيئة هي سلطة حكومية شبه تشريعية يديرها 5 أعضاء يتم اختيارهم بواسطة رئيس الولايات المتحدة الامريكية أو بموافقة السلطة التشريعية لمدة 5سنوات، تم إنشائها قبل الانهيار العظيم عام 1929م وهي المسؤولة عن تنفيذ القوانين الفيدرالية للأوراق المالية¹

¹ - حمد صالح السيف، دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل انشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت، ورقة مقدمة لمؤتمر الثاني: تطوير سوق راس المال في الكويت، - مروع هيئة أسواق المال - الكويت، 2008، ص: 2.

أنشئت لحماية المستثمرين والحفاظ على نظام عادل ومنظم وتنظيم قطاع المالية تشرف على المشاركين الرئيسيين في عالم الأوراق المالية فهي المعنية في المقام الأول لتعزيز الإفصاح عن المعلومات الهامة ذات الصلة بالأسواق، والحفاظ على التعامل العادل وأنشطة أخرى بما فيهم تنظيم الأوراق المالية الإلكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية.

أما في مصر فالهيئة العامة لسوق المال تختص بتنظيم سوق الاوراق المالية وهي هيئة عامة تتبع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، مقرها القاهرة، وقد أنشئت بالقرار الجمهوري رقم 520 لسنة 1979م حيث بدأت نشاطها عام 1980م وقد ورد بشأنها الرابع كاملا من القانون رقم 90 لسنة 1992م بإصدار قانون سوق راس المال، ومن أهم المهام الموكلة اليها ما جاء بالمادة 43 منه وحصرها فيما يلي:

* تنظيم وتنمية سوق رأس مال، ووجوب اخذ رأي الهيئة العامة لسوق المال في مشروعات قانونية
* التنظيم والاشراف على دورات تدريبية¹ وفي الجزائر: أيضا تنظم سوق الأوراق المالية عدة هيئات أهمها:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

تم تأسيس هذه اللجنة بمقتضى مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، المتعلق ببورصة القيم المتداولة وتتكون هذه اللجنة من رئيس يمارس مهامه بشكل دائم مدة 4 سنوات بموجب مرسوم تنفيذي و6 أعضاء غير دائمين يعنون من طرف قاضي مقترح من طرف وزير العدل ممثل عن البنك الجزائري.

ثانيا: مهام الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالي

تعمل الهيئات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على تأمين الحماية للمستثمرين وتطوير السوق وتطبيق تعليمات الإفصاح ونشر ثقافة الاستثمار، والارتقاء بأداء أسواق الأوراق المالية لتحقيق بيئة داعمة للادخار والاستثمار تتمتع بالشفافية والكفاءة لذلك من خلال العمل على عدة محاور أهمها:

- إصدار التشريعات التي تساهم في تنظيم وتطوير أسواق الأوراق المالية، وتساعد في توفير المناخ الملائم لاستثمار في الأوراق المالية.

¹ - رمزي شاكور مستجير، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، 2010، ص: 47.

- توفير الشفافية والافصاح اللازمين في سوق الأوراق المالية، وتزويد المستثمر بكافة المعلومات الضرورية التي يحتاجها عند اتخاذ قراره الاستثماري.
- العمل على تطوير الخدمات المالية الضرورية في السوق والنهوض بمستوى الخدمات الموجودة ووضع الشروط اللازمة لتقديمها.
- تشجيع انشاء صناديق الاستثمار المشترك ووضع التشريعات المناسبة لها مما يساهم في توفير الفرص الاستثمارية لصغار المستثمرين والإدارة الكفؤة للاستثمار، إضافة لمرونتها الكبيرة ومقدرتها على تنويع استثماراتها مما يقلل تعرضها للمخاطر بشكل عام.
- تطبيق المعايير الدولية في سوق الأوراق المالية ومؤسساتها، سواء المعايير المتعلقة بالإفصاح أو التداول الإلكتروني أو بحفظ وتسوية إئتمان الأوراق المالية الكترونياً، والمعايير المحاسبية أو معايير التدقيق الدولي على الجهات الخاضعة للرقابة.¹
- فرض العقوبات الرادعة بحق المخالفة ومرتكبي الاعمال المحظورة.
- توعية المستثمرين والجمهور بشكل عام بسوق رأس المال الوطني ومؤسساته والاستثمار في الأوراق المالية.
- تلقي الشكاوى من الجمهور والمستثمرين والتحقيق فيه واتخاذ الإجراءات المناسبة بما في ذلك إيقاع العقوبات على من يخالف احكام القانون والأنظمة والتعليمات.
- تعزيز الأجهزة الرقابية على الجهات الخاضعة والرقابة اليومية على التداول في الأسواق.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة التي تنطوي على احتيال أو خداع أو غش أو تلاعب أو التداول بناء على معلومات داخلية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

¹-هيئة السوق المالية صلاحيات الهيئة، المملكة العربية السعودية، نقلا عن الموقع الإلكتروني:
<http://cma.org.sa/ar.aboutcma/default.aspx;consilte.le:23/04/2021>.

الفرع الثاني: متطلبات استقرار أسواق الأوراق المالية

يعتبر استقرار أسواق الأوراق المالية الية مهمة لتجميع الموارد المالية والمعلومات عنها لدى افراد المجتمع، وتوجيهها نحو الأطراف الاقتصادية، فوجود أسواق الأوراق المالية في العالم والدول العربية خاصة من شأنه تحقيق دور مهما في تحسن تحكم وأداء الجهاز المالي لها. حيث هناك العديد من العوامل والنقاط التي يجب ان تتوفر لتحديد استقرار هذه الأسواق منها:

1/مرتكزات استقرار نمو أسواق الأوراق المالية :

1/المرتكزات الأساسية: هي المرتكزات الواجب توفرها، لأن غيابها سيشكل عائق أمام أي

محاولة لتطوير أسواق الأوراق المالية وتتمثل فيما يلي: ¹

* **بيئة اقتصادية مواتمة للاستثمار:** بحيث تستند إلى الثقة بالنظام السياسي ومصداقية صناع القرار ورغبتهم في التطوير ودورهم الإيجابي في تحقيق الاستقرار الاقتصادي وإيجاد البيئة السليمة للاستثمار، وتتمثل بنية أساس حكومية متطورة تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وتطويرها وتحقيق الاستقرار المالي.

* **تكامل السياسات المالية والنقدية:** حيث تحفز النمو الاقتصادي وتهدف إلى خلق التوقعات المتفائلة المشجعة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، من خلال تفعيل السياستين المالية والنقدية وتكاملهما وشفافيتهما لتحقيق الاستقرار الاقتصادي الكلي والمحافظة عليه.

* **هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** يتمثل بمجموعة من الأجهزة التي تضطلع بمهام إدارة السوق، وتتصف بالمرونة والقدرة على توفير البيئة المشجعة على الابتكار والابداع في تلبية متطلبات المتعاملين، ويعد تأسيس هيئة الأوراق المالية في مقدمة هذا الهيكل، ويأتي في مقدمة مسؤولياتها وضع النظام الداخلي الخاص بها لإدارة سوق الأوراق المالية.

2- المرتكزات الساندة:

* **ابتكار وتطوير الأدوات المالية:** تتمكن سوق الأوراق المالية من تنمية المدخرات وتعبئتها فلا بد من توفر أوراق مالية نشطة وجاذبة لمختلف المستثمرين السوق، ذلك أن المستثمر يشتري الورقة التي تحقق له أقصى منفعة من الاستثمار (مزيج من العائد والمخاطرة) وحيث أن المستثمرين يختلفون في درجة خوفهم من المخاطرة.

¹ -عمار زودة، تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية، معوقات نموها ومرتكزات تطويرها، دراسة تحليلية للفترة (2010/2009)، جامعة باتنة 1-الجزائر. ص،58.

- * **نظم واتصال فاعلة ومتطورة:** تكون هذه النظم محلية ودولية تتلاءم مع تطور وأهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد لتسهيل وصول المعلومات الدقيقة حول تغيرات الأسعار والمعلومات الأخرى إذ يظهر ما يعرف بكفاءة السوق.¹
- * **أنظمة فعالة للإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** يهدف إشهار المعلومات عن الشركات المدرجة في السوق وتحليل نشاط الاقتصاد المحلي، فضلا عن انخفاض كلفة المعلومات، إذ تقاس على أساس نسبتها الى قيمة المعاملة.
- * **توافر الشركات المساهمة الكبيرة:** تساهم هذه الشركات في صناعة السوق بسبب تمتعها بالمرونة العالية تجاه تغيرات الأسعار والتغيرات التي يمكن أن تحدث في الاقتصاديات المحلية والعالمية.
- * **تقوية قاعدة المستثمرين المؤسسين:** وجود المستثمرين المؤسسين يساعد على حماية السوق من التقلبات الشديدة ويزيد من عمق وسيولة السوق ويخفض من حساسيته لتعاملات الافراد، كما تساعد على موازنة التقلبات التي قد تترتب على تحركات استثمار الأجنبي في حالة البيع الجماعية.
- * **توفير تشريعات واحكام قانونية معززة للثقة:** لحماية المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب فضلا عن تحديد السياقات العملية ذات القبول العام بين أوساط المتعاملين بالشكل الذي يعزز ثقتهم بنظام السوق وهيئته، كما ان التشريعات ينبغي ان تضمن سيادة المنافسة التامة في السوق وتمنع الاحتكار مما يؤدي إلى سيران آليات السوق (العرض والطلب).
- * **وضع قواعد حكومة الشركات:** وهي منهجية حديثة في عملية الإفصاح تتمثل بمجموعة متكاملة من المعايير والقواعد والاسترشاد التي تؤدي إلى مستوى عال من الإفصاح والشفافية، وعلى مستوى عالمي، التي ينبغي أن تراعى في الشركات المساهمة أولا.
- * **تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:** تتعلق هذه الجوانب بالإجراءات التالية:
 - * الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية
 - * فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين حيازتها، لضمان سلامة أموال المستثمرين.
- * **تطوير نظم الإيداع المركزي والتسوية والمقاصة:** يمثل وجود نظام سريع للحفاظ المركزي والتسوية والمقاصة دعامة لقيم السوق بوظائفه بكفاءة، ويزيد من درجة سيولتها بما يجعل التعامل فيها عنصر جذب لكل من المستثمر المحلي والاجنبي.

¹- عمار زودة، مرجع سابق، ص 60.

* **ضرورة التنسيق والربط بين أسواق الأوراق المالية:** تتزايد أهمية التكامل بين أسواق الأوراق المالية في عصر العولمة المالية، ويرجع هذا التزايد إلى العديد من الجوانب، المبررات والعوائد والفوائد التي يمكن أن تعود على المنطقة من إقامة سوق أوراق مالية مشتركة.

المطلب الثاني: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية:

يحكم التعامل في البورصات مجموعة من القواعد والإجراءات هدفها تيسير المعاملات وضمان الشفافية والوضوح للأطراف المتعاملة بالأوراق المالية.

الفرع الأول: الأوامر في أسواق الأوراق المالية.

أولاً: تعريف الأوامر وأنواعها.

1-تعريف الاوامر: الأوامر هي طلبات المتعاملين الموجهة إلى وسطاء الأعضاء بالبيع والشراء لكمية من الأوراق المالية ونوع محدد منها، وقد تكون هذه الكميات غير كسرية حيث يفوق عدد الأوراق المتضمنة لأمر في هذه الحالة 100 ورقة، أو كميات كسرية يقل حجم الأوراق المتضمنة لأمر عن 100 ورقة.¹

ويمكن تعريفها أيضاً: " الأوامر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط بعقد صفقة لبيع أو شراء لأوراق المالية ويحرر بشكل مكتوب أو شفاهي أو عن طريق وسائل الاتصال تكون واضحة ومتضمنة للشروط التالية:²

* تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة.

* تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة

* في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والاجل وفئة السند)

* في حالة الأسهم، تحديد فيما إذا كان ممتاز أو عادياً.

2-أنواع الأوامر: تختلف الأوامر وتتعدد حسب الوسيط من طرف العميل على النحو التالي:

¹ -سمية بلجالية، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان 2006)- (1996)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010م، ص 31.

² - بن حسين بن اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه، (غير منشورة)، في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك مالية، جامعة أبي بكر بلقيس، تلمسان، 2012-2013، ص: 41.

1- أوامر الشراء وأوامر البيع: يتم تقسيم الأوامر تبعاً لنوع المعاملة إلى أوامر الشراء وأوامر بيع، وتنقسم هذه الأخيرة بدورها إلى أوامر بيع طويل أو أوامر بيع قصير ونعرضها فيما يلي:¹

1-1- أوامر الشراء: يتم بموجب هذه الأوامر شراء الأوراق المالية، ويستخدمها المستثمر عند توقع ارتفاع أسعار الأسهم، فعندما يعتقد المستثمر أن الوقت الحالي مناسب لشراء أسهم معينة يقوم بإصدار أوامر لشراء كميات من هذه الأسهم.

1-2 - أوامر بيع الطويل: تصدر هذه الأوامر بتوقع المستثمر انخفاض أسعار بعض الأسهم التي يمتلكها من عمليات شراء سابقة (يأخذ في هذه الحالة موقع طويل)، فيقرر أن يتصرف فيها، ولكي يقوم بذلك فإنه يصدر أمر بيع طويل.

1-3- أوامر البيع القصير: ينطوي عملية البيع القصير أو البيع على المكشوف على اتجاهات مضاربيه وهي ببساطة عملية بيع أسهم غير مملوكة للمستثمر حصل عليها عن طريق الاقتراض توقعاً منه بانخفاض أسعارها، وعندما ينخفض السعر فعلياً يقوم منفذ عملية بيع القصير أو البيع على المكشوف بشراء عدد مكافئ لعدد الأسهم المقترضة عند سعر أقل وبعيد لمقرض الأسهم التي اقترضها منه ويستقي البائع بتحقيق أرباح تتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.

2- الأوامر العادية والأوامر الشاذة: يتم تنفيذ المعاملات من خلال أوامر كبيرة تسمى الأوامر العادية أو أوامر بكمات صغيرة تسمى بالأوامر الشاذة أو الكسرية، وتتم جميع المعاملات في بورصة نيويورك بهذا الشكل:²

1-2- أوامر الكبيرة أو العادية: وتسمى أيضاً بالأوامر الدائرية، ويقص بالأوامر العادي تلك التي تصدر بكمات نمطية أو بمضاعفاتها وتكون وحدة إصدار هذه الأوامر 100 سهم أو مضاعفاتها (100، 200، 300 ...)

2-2- الأوامر الشاذة أو الكسرية: هي التي تمل على عدد أسهم أقل من وحدة التعامل الأساسية في البورصة (100 سهم) وتنطوي الأوامر الشاذة على تكلفة أعلى مقارنة بنظيرتها العادية.

¹ -عاطف وليم اندراوس: مرجع سابق، ص، ص: 37-38.

² -المرجع نفسه، ص 38.

3-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: يقصد بهذه الأوامر تلك التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل

هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذا المجال يوجد نوعان من الأوامر نذكرهما كما يلي:¹

3-1- أوامر السوق: هي تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذًا لصفقة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، بمعنى أن الأوامر التي تعطي للوسيط لا يحدد فيها السعر وهي تنفذ وفق لشروط السوق، ونظرًا لأن الأمر لا يتضمن سعرًا معين فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق، ومن أهم مزايا هذا النوع هي السرعة وضمن تنفيذ العملية.

3-2- الأوامر المحددة: في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرًا معينًا لتنفيذ الصفقة، وبعد ذلك لا يملك الوسيط سوى الانتظار لاغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع.

4- الأوامر تبعًا لمدائها الزمني: تبعًا لهذا المعيار تنقسم الأوامر حسب طبيعتها الزمنية وتباين المدى الزمني لها إلى:² أوامر يومية، أوامر أسبوعية، أوامر شهرية، أوامر مفتوحة.

4-1- الأوامر اليومية: يظل الأمد اليومي ساريًا لمدة يوم وتحديًا حتى نهاية اليوم الذي تم ادخال فيه الأمر للبورصة وما لم يطلب المستثمر شيئًا آخر، يدخل المسار أوامر عملية باعتبارها أوامر يومية.

4-2- الأوامر الأسبوعية والأوامر الشهرية: تمتد صلاحية الأوامر الأسبوعية حتى نهاية الأسبوع التي دخلت خلاله إلى البورصة والتي ينتهي بصفة عامة مع نهاية جلسة التعاملات يوم الجمعة في بورصة نيويورك وبنهاية جلسة تعاملات الخميس في البورصات العربية، وتمتد الأوامر الشهرية إلى نهاية آخر جلسة تداول في خلال الشهر الذي تم فيه ادخال الأمر إلى البورصة في 14 ديسمبر فإن صلاحيته تمتد إلى نهاية تعاملات 31 ديسمبر من نفس العام ومع تزايد مدة الأمر يقترب هذا بنا إلى ما يسمى بالأمر المفتوح.

4-3- الأوامر المفتوحة: ويقصد به ذلك الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقدر المستثمر الغائه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات، فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمر مفتوحًا نظرًا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، وحتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائمًا لتنفيذه، كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة.

5- الأوامر الخاصة: هناك أنواع من الأوامر أهمها: أوامر الإيقاف، وأوامر الإيقاف المحددة وأوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال.

¹ - منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002، ص ص: 125-126.
² - عاطف وليم اندراوس: مرجع سابق، ص ص: 42-44.

5-1- أوامر الإيقاف¹: هي الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وتستخدم أوامر الإيقاف لحماية الأرباح أو لتحديد الخسائر، وأمر الإيقاف قد يكون متعلق بالبيع أو بالشراء.

5-2- أمر بالإيقاف المتعلق بالبيع: يتعين على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفاض عنه.

5-3- أمر الإيقاف المتعلق بالشراء: حيث يجب أن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.

5-4- أوامر الإيقاف المحددة²: تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء.

5-1- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة بيع أو شراء وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تيرم على أساسه الصفقة.

3 - تكلفة تنفيذ الأوامر: ينطوي تنفيذ الأوامر وإتمام المعاملات في أسواق الأوراق المالية على نوعان من التكاليف: تكاليف مباشرة، وتكاليف غير مباشرة.

أولاً: **التكاليف المباشرة:** تتضمن التكاليف المباشرة وكل من تكاليف المعاملات وتكاليف أخرى أهمها الضرائب. وتتمثل فيما يلي: ⁴

* تكلفة المعاملات:

- عمولة السمسرة غالباً ما تحدد بالتفاوض مع السمسار، وقد شجع الاتجاه المتزايد لتحديد العمولة من خلال التفاوض بين المستثمر والسمسار بدلاً من العمولة الثابتة على ظهور سمسرة الخصم - هامش الربح الذي يمكن أن يحققه صانع السوق (المتخصص أو التاجر) للورقة المعينة محل التعامل والذي يتمثل في الفرق بين سعر شرائه للورقة وسعر بيعه لها.

¹ فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 129.

² - عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، 2008، ص: 129.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، مرجع سابق، ص: 133.

⁴ - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 48.

-الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع ويتوقف على عوامل عدة منها ما يتعلق بظروف المستثمر.

-الضرائب والرسوم وهي التي تتمثل في الضرائب المفروضة على التعاملات في البورصة أحد أهم تكلفة المعاملات، فقد تفرض ضريبة بنسبة معينة أو بمبلغ معين عند نقل وتحويل ملكية الأوراق المالية.

أولاً: التكاليف المباشرة الأخرى: بجانب تكاليف المعاملات ثمة تكاليف مباشرة أهمها: ¹

- التكاليف الناتجة عن زيادة سعرية في قيمة الورقة المالية داخل الكميات الشاذة او الكسرية.

- الفوائد على الأموال المقترضة بغرض الاستثمار في الأوراق المالية.

- الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي.

- الضريبة على الدخل الشخصي المقررة على الارباح الرأسمالية التي يحققها المستثمرون من التعامل في الأوراق المالية.

ثانياً: التكاليف الغير مباشرة: وهي عناصر التكاليف الغير مباشرة والتي تتمثل في الاتي:

- تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في اقصد عائد مفقود او مضى به كان يمكن تحقيقه فيما لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمارات أخرى.

- تكلفة الوقت والجهد والمبذول من قبل المستثمر في تقييم الأوراق المالية محل الاستثمار.

- تكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار واحتمال تدهور قيمته.

الفرع الثاني: تسوية الصفات: بالنسبة لتسوية المعاملة بعد تنفيذ الأمر، فهي محددة قانوناً في

بورصات المنظمة (خلال خمسة أيام عمل) حيث يجري تسليم الأوراق المالية للمستثمر واستلام المبلغ،

والسمسار يقوم بدوره بتسوية المعاملة مع المتخصص بائع الورقة، وذلك بدفع قيمة الصفقة من قبل

المستثمر مع العمولة والرسوم، والتسوية قد تكون نقدية أو قد تكون بائتمان بين المستثمر وبين السماسرة

أو ما يسمى التعامل بالمكشوف² فالأوراق المالية أو شهادة ملكيتها يتم الاحتفاظ بها لدى المستثمر أو

إبقاءها في بيت السمسرة الوكيل، وقد تبقى ملكيتها صالحة بيت السمسرة مسجلة.

¹ - منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 489

² - فريد راغب النجار ، مرجع سابق ، ص ص: 137-138.

الفرع الثالث: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة.

أولاً: تعريف الوسطاء: هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة فهم الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناعات السوق والمحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فالوسيط يعتبر أحد أهم العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.¹

ثانياً: مهام الوسطاء: من أهم المهام التي تقوم بها الوسطاء في البورصة نجد:²

* التعامل في الأوراق المالية.

* تقديم النصائح لمختلف المتعاملين في البورصة سواء كانوا مستثمرين أو جمهور أو مؤسسات استثمارية تبحث عن التمويل.

* إنشاء مراكز بحوث لإتباع النتائج المسجلة من قبل الشركات المتواجدة في كافة أنحاء العالم وجمع المعلومات.

ثالثاً: أنواع الوسطاء: إن تداول الأوراق داخل البورصات لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء، وينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى: السمسار - السماسرة الوكلاء - سماسرة الصالة -التجار.

1/السمسار: وهو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وراء الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري ويعتبر مسؤولاً عن صحة كل عملية،³ وتتمثل الشروط الواجب توافرها في السمسار في:

- أن يكون السمسار مقيداً في سوق الأوراق المالية.
- أن يكون من المكاتب المشهودة لها بالأمانة والمقدرة على التعامل.
- أن يكون ذا مقدرة مالية تمكنه من مجابهة الحالات الطارئة لمصلحة الزبون.
- ألا يكون من المضاربين في السوق لحسابه الخاص أو لحساب أقاربه ومعارفه.

¹ - عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (مع الإشارة لحالة بورصة تونس)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012م، ص: 51.

² - عبد الوهاب يوسف احمد، المرجع السابق، ص: 261.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق راس المال، مرجع سابق ص: 139.

- أن يكون قادرا طوال الوقت على تقديم المعلومات والبيانات المالية الخاصة بالشركات المسجلة في السوق.

- أن يتمتع بقدرة في المهارة والحرص على تنفيذ أوامر العملاء فالسمسار قد يتعرض للمطالبات بسبب اية خسائر يسببها جراء ارتكابه للأخطاء.

2/ السماسرة الوكلاء: وقد يطلق عليه سماسرة الخصم وهي عبارة عن شركات السمسرة التي قد تقدم الحد الأدنى من الخدمة للعملاء والتي تتمثل في عمليات البيع والشراء، مقابل ذلك فإنه يحصل على عمولته تتناسب مع حجم ما يقدمه من خدمات في نفس الوقت هناك سمسار وكيل يقوم بتقديم النصح والمشورة لاتخاذ القرار المناسب.

3/ سماسرة الصالة: وهم السماسرة المستقلون الذين لا يمثلون شركات سمسرة داخل البورصة ويتمثل عملهم في تقديم يد العون لغيرهم من السماسرة الوكلاء، وذلك في الأوقات التي يصعب على ممثلي سماسرة الوكلاء التي تنفيذ كل الأوامر المرسله إليهم وذلك نظير المشاركة في العمولة التي تحصل عليها شركة السمسرة من العملاء.

4/التجار: هم أعضاء سوق الأوراق المالية الذين ليس لهم حق (طبقا لقواعد العمل داخل السوق) في تنفيذ أوراق الغير من الأشخاص المتعاملين مع السوق بل يقتصر عملهم على شراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص¹.

المطلب الثالث: شروط الادراج ومتطلبات الإفصاح في أسواق الأوراق المالية

من بين الأولويات في أي سوق للأوراق المالية وضع شروط ومتطلبات للإدراج لتسهيل الحصول على معلومات هامة ومنتظمة حول الشركات المساهمة ومن ثم الإفصاح عنها.

الفرع الأول: الادراج في أسواق الأوراق المالية المفهوم والشروط.

أولا: مفهوم الادراج: وهو قبول الورقة المالية من قبل الهيئة المنظمة للأوراق المالية Securities، وقيدتها في سوق الأوراق المالية بحيث تصبح قابلة للتداول "الورقة المالية يمكن أن تكون سهما أو سندا او وحدة استثمار أو غير ذلك"، وللإدراج عدة أهداف ومن أهمها:

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 72.

*توفير التسعير العادل للأوراق المالية، زيادة عمق الأسواق المالية.¹

ثانياً: شروط الإدراج: من المؤكد أن الإدراج في أسواق الأوراق المالية له متطلبات وشروط متعددة، تتعلق ب: سجل الربحية – عدد الأسهم – الحد الأدنى من رأس المال وذلك للشركات التي تتقدم للإدراج، ويشترط لقبول إدراج أسهم أية شركة في السوق المالي أن تقدم الشركة للمستثمرين معلومات تفصيلية كاملة من أداء الشركة الحالي ووضعها القانوني ووصف عن نشاطاتها وخططها المستقبلية فمن بين الأمور الرئيسية في أي سوق للأوراق المالية سواء كان هذا السوق ناشئاً أو متقدماً أن يضع شروطاً ومتطلبات لإدراج الأوراق المالية فيه لأن مثل هذه الشروط تساعد على توفير معلومات هامة ومنظمة عن شركات المساهمة لجمهور المستثمرين سواء عن أنشطتها أو استراتيجياتها، وتختلف هذه الشروط والمتطلبات من سوق لآخر حيث تكون متشددة وقاسية في بعض الأسواق، والعامل المشترك في معظم الأسواق هو الاتفاق على وجوب عدم إدراج أي شركة حديثة مباشرة في الأسواق المالية المنظمة إلا بعد مضي عام على الأقل من تأسيسها إضافة إلى نشر ميزانية أو ميزانيتين سنويتين، وبعض الأسواق تشترط أن تكون الشركة حققت ربحاً وبعضها لا يشترط تحقيق الربح.

الفرع الثاني: متطلبات الإفصاح عن المعلومات²

أولاً: مفهوم الإفصاح: هو اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها، والمعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بالمشروع ويجب على المحاسب الإفصاح عن المعلومات الهامة والتي يترتب على عدم الإفصاح عنها تغيير واختلاف جوهري في اتخاذ قرارات مستخدمي القوائم المالية والإفصاح إما يكون:

- افصاح دوري: يتم من خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة ذات العلاقة.

- افصاح فوري: ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.

¹ - غربة محمد نجيب أبو عمر، تقييم تجربة البتل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008، ص ص: 39.

² - غربة محمد نجيب أبو عمرو، مرجع سابق، ص ص: 46-47.

ثانياً: متطلبات الإفصاح المالي

يجب على القوائم المالية أن تصرح عن المعلومات التي تساعد المستخدم عن معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الوحدة، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرضه في الوقت المناسب لذا فإن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية ملزمة لكل شركات الأموال بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة مما أدى إلى تعميق ثقة المتعاملين بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، ويحقق الإفصاح الشفافية¹ عن طريق:

* متابعة التزام الشركات بتوفير البيانات بالدقة والشفافية المطلوبة.

* تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية بهيئة سوق الأوراق المالية.

* تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.

* تطوير ادلة ارشادية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.

* تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المال

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، دون ذكر دار النشر، 2005، ص: 55.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج مالي، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها

فسوق الأوراق المالية تمثل امكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، فإما أن تكون منتظمة أو غير منتظمة، وتمتاز هذه السوق بعدة خصائص أهمها المرونة والتجانس وتتفرع إلى فرعين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

وتبين أن سوق الأوراق المالية تقوم أداء عدة وظائف من شأنها المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات أكثر ربحية وتوصلنا إلى أن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل حيث أنها تدير وفق هيئات خاصة ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، من خلال الأوامر الموجهة إليهم بالبيع والشراء للأوراق المالية المتداولة ثم يتم وضع شروط ومتطلبات للإدراج لتسهيل الحصول على معلومات هامة ومنتظمة.

ويتداول في سوق الأوراق المالية عدة أدوات مالية وهي أوراق الملكية "الأسهم" وأوراق الدين "السندات" بالإضافة إلى المشتقات المالية والأوراق المهجنة.

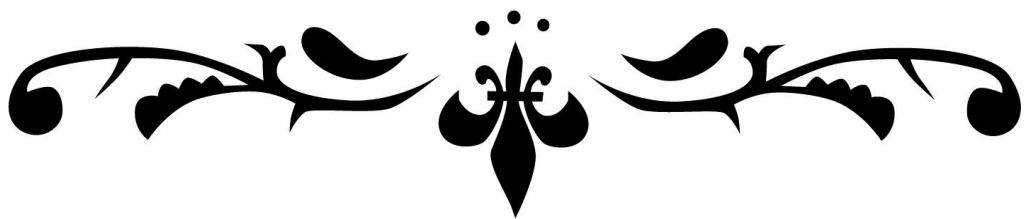


الفصل الثاني

الاستثمار المؤسسي

ودوره في أسواق

الأوراق المالية



مقدمة الفصل:

إن موضوع الاستثمار المالي من الموضوعات التي تحتل مكانة هامة وأساسية في أولويات الدراسة الاقتصادية والمالية الإدارية وغيرها من التخصصات التي شهدتها المجتمعات المتقدمة، التي تطورت في دراسة الاستثمار ومجالاته المختلفة، لذا يعتبر الاستثمار المالي من أحد العوامل الأساسية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية لأي بلد، وهي الطريقة الناجحة لإنشاء ومضاعفة الثروات، ومن هنا زاد من أهمية الاستثمار المالي بشكل عام والاستثمار المؤسسي بشكل خاص في النشاط المالي والاقتصادي، حيث يعد الاستثمار المؤسسي أحد أنواع الاستثمارات المهمة التي يجب أن يمنح لها اهتمام كبير، وذلك نظرا لمساهمة الاستثمار المؤسسي في زيادة فعالية وكفاءة سوق الأوراق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي فالاستثمار له دور هام ومهم في تطوير أسواق الأوراق المالية وبغرض دراسة أوسع وأشمل ففي هذا الفصل سنعرض ثلاث مباحث أساسية في الاستثمار المؤسسي ألا وهي:

◀ أساسيات الاستثمار المالي

◀ الاستثمار المؤسسي وأنواعه في أسواق الأوراق المالية

◀ مساهمة المستثمر في تطوير أسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: أساسيات الاستثمار المالي

إن تنامي النشاطات الاستثمارية أدى إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام فهو عبارة عن تجميع أموال المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في المشاريع، فالاستثمار المالي هو استثمار في الأصل مالي ونتيجة لتعدد مجالاته والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى، فسيتم التطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

◀ مفهوم الاستثمار المالي ومحفزاته

◀ تقسيمات الاستثمار المالي

◀ مراحل الاستثمار المالي وتقييمه

◀ عوائد ومخاطر الاستثمار المالي

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي ومحفزاته

اختلفت التعاريف حول الاستثمار المالي التي تميزه عدة خصائص وله عدة أهداف ودوافع محفزة للاستثمار سنعرضها كما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المالي

إن المراجع العلمية المالية تتفق على تحديد الاستثمار كونه التضحية المؤقتة بأموال حالية من أجل أموال مستقبلية، أو هو التضحية بإشباع رغبة استهلاكية حاضرة وذلك للحصول على إشباع أكبر في المستقبل وفلسفة التضحية هنا لا تتحقق إلا عندما تتاح أمام الفرد أو المنشأة أو القطاع الاقتصادي أو حتى الدولة فائض مالي ناتج عن زيادة الدخل على مجموع الاستهلاك وإن حصل وتحقق هذا الفائض المالي فإن صاحبه هو مستثمر محتمل، فالمستثمرين ليسوا كل الذين يتمتعون بفوائض مالية فهو من الممكن أن يتصرف المدخر (صاحب الفائض) بأمواله في شكل نقود كمخزون للقيمة أو في شكل استثمارات غير فعلية كالإكتناز في المجوهرات والذهب أو غيرها، الاستثمار الفعلي للأموال هو الاستثمار الذي يضمن زيادة فعلية في الناتج المحلي الإجمالي للاقتصاد أو يضمن زيادة فعلية في ثروة الفرد المستثمر.¹

أولاً: تعريف الاستثمار المالي

الاستثمار المالي هو حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة وهو أيضا شراء تكوين رأس مالي موجود وهذا يعني شراء حصة في رأس مال (سهم) أو حصة في قرض (سند أو شهادة إيداع أو إذن خزينة) تعطى مالكاها حق مطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالقوق الأخرى، وما يحدث في السوق المالية الثانوية من عمليات بيع وشراء الأسهم والسندات فهو لا يعدو كونه عملية نقل ملكية الأصل المالي حيث يتخلى البائع عن ملكيته لذلك الأصل (السهم أو السند.... الخ) مقابل حصوله على أصل آخر (هو الثمن الذي قد يكون أصلا حقيقيا مثل النقود) يتخلى عنه المشتري.²

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص: 20.

² أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص: 20.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

وعرف أيضا بأنه شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات إيداع، تعطي مالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية.¹

ونستنتج أن الاستثمار المالي هو ذلك الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة وغيرها من أدوات مالية أخرى حيث يقوم المستثمر بشراء حصة في رأس المال أو القرض من أجل تحقيق عائد في ظل المخاطرة.²

ثانيا: خصائص الاستثمار المالي

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى من أهمها ما يلي:³

* لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تستوجب في المستثمر، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت امكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة فيجد في هذا السوق المختصين والسماسة من هم على استعداد لتلقي المشورة.

* تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات.

* تجانس قيمة وشروط الأوراق المالية مما يؤدي إلى تسهيل عملية تقييم الأوراق المالية وتسهيل احتساب العائد على كل ورقة.

ثالثا: أهداف الاستثمار المالي

للاستثمار المالي عدة أهداف منها:⁴

- تأمين مستقبل الأفراد من خلال الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة العائد.
 - تحقيق أكبر دخل جاري.
 - تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول.
 - حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم.
 - الحماية من الضرائب بطريقة استثمار الفائض المالي دون تركه ليكون ربحا صافيا خاضعا للضرائب.
- يكون هدف المستثمر هو الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها.

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص: 39.

² هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سابق، ص: 132.

³ كامل دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 50.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 22.

رابعاً: مجالات الاستثمار المالي

وتتمثل في ما يلي :¹

أ- **أدوات الدين**: تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أدونات الخزانة وتعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية.

ب - **أدوات الملكية**: وتشمل الأسهم العادية والأسهم غير العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة في الشركة.

ج - **أدوات مركبة**: تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

خامساً: دوافع الاستثمار المالي

يوجد مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل:²

أ) توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات وهذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها وليس تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والنتيجة عن التضخم.

ب) توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب لاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار.

ج) تعدد الأدوات الاستثمارية، والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ لكل المستثمرين

اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة.

الفرع الثاني: محفزات الاستثمار المالي

يوجد مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن بين هاته العوامل أو المحفزات ما يلي:³

- **توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات**: إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والنتيجة عن التضخم، كما إن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل وبحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 21.

² نفس المرجع، ص: 21-22.

³ نفس المرجع، ص: 54-55.

- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار: وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ومن أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية.

- تعدد الأدوات الاستثمارية: التي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث والتسهيلات المناسبة بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

الفرع الثالث: مراحل الاستثمار المالي وتقييمه

أولاً: مراحل الاستثمار في الأوراق المالية

وتنقسم إلى خمسة مراحل ألا وهي:1

1- الكشف عن الهدف المطلوب تحقيقه

فالمستثمر في الأوراق المالية عليه أن يحدد الهدف هل يتمثل في تحقيق أكبر عائد ممكن ويرغب في استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية.

2- فيما يتعلق بمستوى الخطر المقبول:

يعد تحديد وتحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة وحساسية، فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تشكل في غالبيتها من الأسهم، وهذا يعني أن محفظته تتشكل من نوع من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد وتدنية المخاطر.

3- تحليل السهم أو السند:

حيث يجب دراسة وتحليل كل ورقة مالية وذلك بالتعرف على العائد والخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار، ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

4- تشكيل وتكوين المحفظة المثلى:

في ظل الخطر المقبول.

5- عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة:

وذلك من أجل التعرف على الأهداف المحققة ومن ثم التوصل إلى عدد الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل والدراسة المستقبلية للأوراق المالية.

ثانياً: تقييم الاستثمار المالي

أدوات الاستثمار المالي توفر مزايا متعددة لكن مقابل هاته المزايا هناك عيوب، إلا أن محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب.

1 أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 22-23

أولاً: مزايا الاستثمار المالي

نذكر أهمها بما يلي:

- لها أسواق ذو درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قياساً بأدوات أخرى للاستثمار وهذه الأسواق توفر مرونة أكبر للتداول وزيادة سيولتها.
- بها تكاليف المتاجرة منخفضة فأغلب الصفقات تتم عن طريق الهاتف أو أية وسيلة اتصال فعالة، كما أنها لا تحتاج إلى كلفة خزن أو صيانة.
- تتمتع بالتجانس، فأسهم بعض الشركات غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها مما يسهل عملية تقويمها أو احتساب عوائدها.
- وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العاديين مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية جديدة بدون خبراء.¹

ثانياً: عيوب الاستثمار المالي

نذكر أهمها فيما يلي:

- انخفاض درجة الأمان كما هي في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة أو الأسهم الممتازة مضمونة الأرباح.
- يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة أو الطويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.²

المطلب الثاني: تقسيمات الاستثمار المالي

من أهم نماذج الاستثمارات في السوق المالي في اقتصادنا المعاصر ألا وهي الاستثمارات المالية، فهي تتضمن مزايا استثمارية كبيرة للمستثمر وللاقتصاد معا حيث تنقسم الاستثمارات المالية إلى نوعين:

أولاً: الاستثمارات المالية المباشرة

وتنقسم إلى قسمين:³

1- أصول استثمارية مالية غير قابلة للتداول:

ويعنى بها تلك الاستثمارات التي تتم من قبل المستثمر في شكل من الأدوات أو الأوعية الاستثمارات لا تعطي حاملها الحق في التصرف فيها بالبيع إلى طرف ثالث، فالطريق الوحيد لاسترجاع مبلغ الاستثمار هو استرداد قيمتها من الجهة التي أصدرتها ومن أبرز هذه الأدوات الاستثمارية نجد الودائع الادخارية والودائع لأجل، ودائع التوفير، شهادات (الاستثمار) غير قابلة للتداول وسندات التوفير الحكومية.

¹ عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية مدخل (اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص: 14 - 15.

² زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 41.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 32-49.

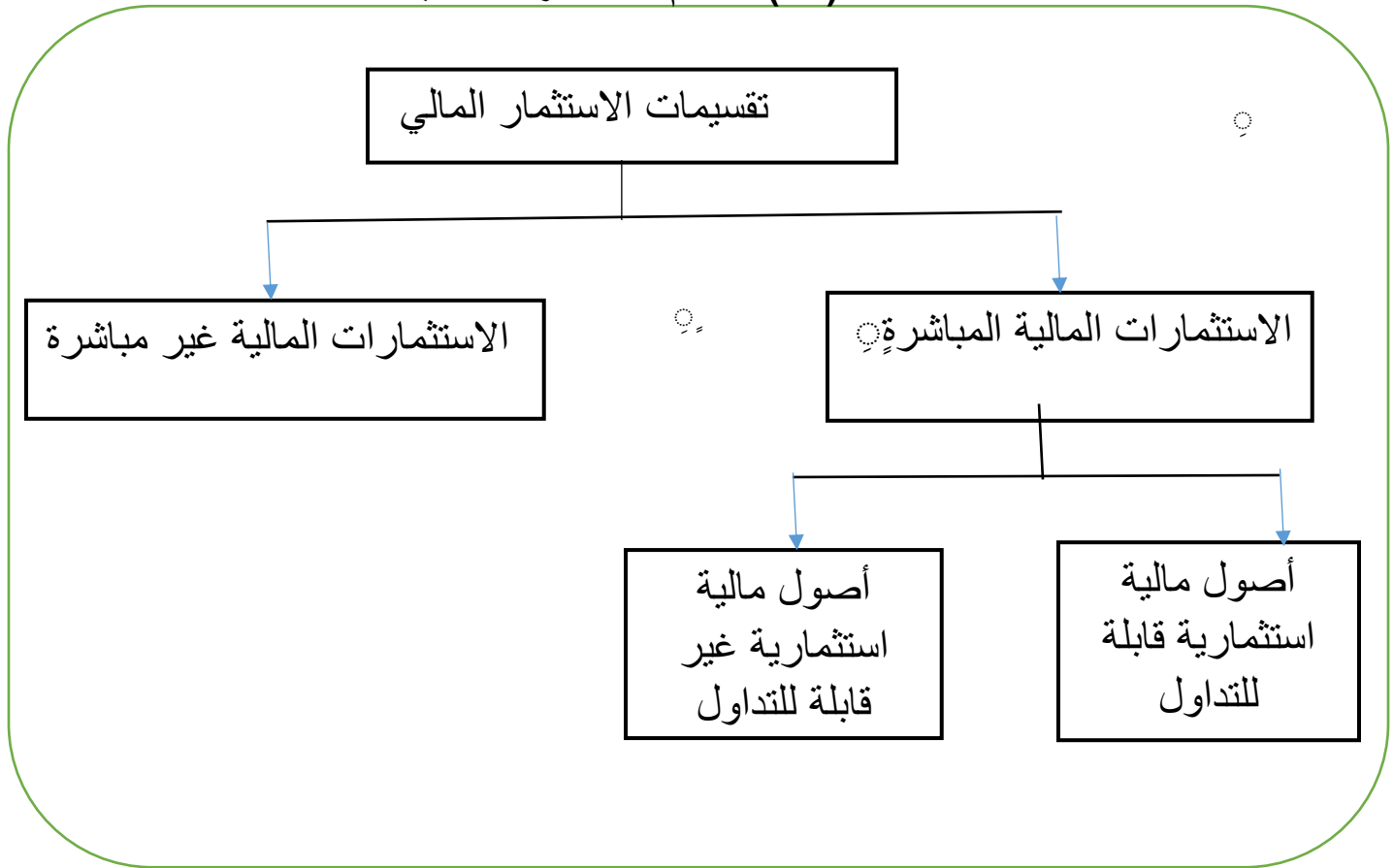
2-الأصول الاستثمارية المالية القابلة للتداول:

وهي تلك الأدوات التي تمكن لحاملها تداولها في السوق المالية من خلال بيعها لطرق ثالث وبسبب الحرية المتاحة فالأدوات الاستثمارية يمكن تناولها أما في الأسواق النقدية أو في أسواق رأس المال وذلك وفق نوع الأداة الاستثمارية من ناحية الزمن ووفق درجة السيولة فالأصول التي يتم تداولها في سوق النقد تتكون من أوامر السحب القابلة للتداول شهادات الإيداع القابلة للتداول، القبولات المصرفية، الأوراق التجارية، قروض الدولار الأوروبي وأذونات الخزنة.

ثانياً: الاستثمارات المالية غير المباشرة

من أهم الأصول الاستثمارية المالية غير المباشرة تظهر صناديق الاستثمار باعتبارها شكل معاصر من الأدوات الاستثمارية التي لجأت إليها بعض المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من أجل تعبئة المدخرات المتاحة داخل الاقتصاد وتوجيهها نحو مجالات الاستثمار المتاحة.¹

الشكل (02): أقسام الاستثمارات المالية



المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على مرجع، حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 32-40.

¹ كمال دريد آل شبيب، مرجع سابق، ص: 72.

المطلب الثالث: عوائد الاستثمار المالي أثره ومخاطره

نظرا لطبيعة الأوراق المالية وما توفره من مزايا للمستثمر فإنه يجب على هذا الأخير أن يكون على دراية بشؤون البورصة ومتابعتها لمعرفة العائد الذي ستحققه والمخاطر المتوقعة.

الفرع الأول: عوائد الاستثمار المالي

أن العائد يتضمن المكافئة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي للسيولة النقدية الفائضة وتتخذ عوائد الاستثمار المالي أو الأصول المالية ثلاث أشكال مهمة نذكر منها: ¹

1- توزيعات الأرباح:

إذا كانت هذه الموجودات تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك حقوق مالكيها هي من حقوق المساهمين.

2- الفوائد:

إذا كانت الموجودات المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات فحامل السهم مقرض لشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها مع الشركة المقترضة (التي أصدرت هذه السندات)

3- الأرباح الرأسمالية:

وتنتج عن إعادة بيع الموجودات المالية فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع أن يبيعه بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشترى به يكون الفرق هو ربح رأسمالي، فالعوائد أنواع العائد الفعلي والعائد المتوقع والعائد المطلوب.²

أ- **العائد الفعلي:** وهو الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية، فهي قد تكون عوائد إرادية أو عوائد رأس مالية أو مزيجا منها.

ب- **العائد المتوقع:** وهي القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع ويتم حسابه بأن يضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع ويعبر عنه رياضيا بالمعالة التالية:

$$\text{العائد المتوقع} = (\text{العائد المحتمل} \times \text{احتمال حدوثه})$$

ج- **العائد المطلوب أو المرغوب:** وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وهو عادة ما يكون ملائم لمستوى المخاطر التي يتعرض لها مشروع أو أداة الاستثمار.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص: 293.

² نفس المرجع، صص 315-316.

الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار المالي

تعتبر المخاطر الاستثمارية عن احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار أو هي درجة التباين أو الاختلاف بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، وكلما زاد التباين بين هذين العائدين تزداد المخاطر وتنقسم إلى قسمين الأول وهما منتظمة وغير منتظمة:¹

1- المخاطر المنتظمة: أو السوقية أو العادية وهي المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة قطاع معين وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية واجتماعية كالضرائب العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدات أسعار الفائدة أو الحروب أو الانقلابات السياسية الخ.

فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة وتكون درجة المخاطرة المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا صناعية أساسية والشركات التي تنصف أعمالها بالموسمية أيضا وبصورة عامة إن أكثر الشركات تعرضا للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر بمبيعاتها وأرباحها وبالتالي أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الأوراق المالية.

2- المخاطر غير المنتظمة: ويعنى بها الغير السوقية فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه العوامل حدوث اضطرابات عمالية في شركة معينة بالذات، والشركات التي تنصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي تلك التي تنتج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي او على حالة سوق الأوراق المالية، كما يمن الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع وذلك بتكوين محفظة استثمارية رأسمالها موزع على أصول مختلفة لكي يتجنب المستثمر المخاطر المرتبطة بكل أصل على حدٍ.²

وبالتالي عدم تفضيل المستثمرين لأوراق مالية ذات مخاطر عالية التي لا يعني أنهم لا يتعاملون بالأصول المالية إلا إذا كانت خالية المخاطر لكنهم يفضلون الورقة المالية الأقل خطورة وكلما ازدادت المخاطر في الورقة المالية بسبب عدم التأكد فان المستثمرين يطالبون بعائد أكبر.

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص: 38.
² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، (الإطار النظري والتطبيقات العلمية)، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص: 58.
59.

المبحث الثاني: الاستثمار المؤسسي وأنواعه في أسواق الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار المؤسسي ضرورياً في تطوير سوق الأوراق المالية كونه يساهم في زيادة سيولة هذه السوق وعمقها واتساعها وذلك بالاعتماد على عمليات المتاجرة بالأدوات المالية، وينقسم المستثمرون في أسواق الأوراق المالية إلى مستثمرين أفراد ومستثمرين مؤسسين وتتميز هذه الأخيرة بالاحتراف حيث يمتلك المستثمر المؤسسي موارد كبيرة وخبرات عديدة كما أنه قد يحصل على معلومات لا يستطيع الفرد الحصول عليها وتشمل أيضاً فئة المستثمرين المؤسسين عدة مؤسسات في استثمارها يقع على رأسها صناديق الاستثمار المشتركة....، وعليه تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كما يلي :

◀ مفهوم الاستثمار المؤسسي

◀ أنواع المستثمرين في أسواق الأوراق المالية

◀ مؤسسات الاستثمار المؤسسي

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المؤسسي

إن الاستثمار المؤسسي هو عمليات المتاجرة بالأدوات المالية الذي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة والغير وسيطة، ويعتمد هذا الاستثمار في قراراته الاستثمارية على دراسات تقويم أسهم الشركات المدرجة أخذاً في الاعتبار الأوضاع الاقتصادية وتوجهات أسواق الأسهم المحلية والعالمية، وتنامت أهمية الاستثمار المؤسسي في الأسواق المالية لتمتعه بمجموعة من المزايا المفضلة عن الاستثمار الشخصي كانت له تأثيرات سلبية على الأزمة المالية لطبيعة خصائص المستثمرين الأشخاص الذين يركزون على المضاربة لتحقيق الأرباح الرأسمالية أكثر من التركيز على أهداف الاستثمار الاعتيادية.¹

المطلب الثاني: أنواع المستثمرين في أسواق الأوراق المالية

يصنف الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى صنفين أساسيين هما: الاستثمار الشخصي، الاستثمار المؤسسي، واستناداً إلى هذا التصنيف فإن المستثمرين يصنفون إلى نوعين: مستثمرين أفراد، ومستثمرين مؤسسين.

الفرع الأول: المستثمرين الأفراد

وهي الفئات التي تستثمر بشكل غير مباشر عن طريق المؤسسات المالية وفرصة المستثمر الفرد تكون عادة محدودة إلا إذا تميز السوق بالكفاءة وكانت أسعار الأوراق المالية أسعاراً عادلة، وتجدر الإشارة إلى أن ظهور الاستثمار عبر الانترنت قد ساعد على تدعيم الموقف التنافسي للمستثمر الفرد نظراً لانتشار المعلومات بسرعة وبدون تكلفة وهي أهم شروط السوق الكفاء²، كما أن هذه الفئة لا تتميز بالخبرة حيث إن ليس لديها الفكرة الكافية عن كيفية تسيير المحفظة وعن كيفية اختيار الورقة المالية أو لهم التزامات أخرى لا تسمح لهم بالتكفل بإدارة المحفظة وتلجأ أيضاً إلى خدمات الوسطاء المستثمرين، حيث أن المستشار يقدم نصائح للمستثمر توكيل الوسيط المستشار لتسيير المحفظة بشكل كامل، إلا أنه يجب على المستثمر إعلام الوسيط المستشار بأهدافه من الاستثمار ذلك لأن الوسيط المستشار لا يشكل بأي حال من

¹ صلاح الدين محمد أمين الامام، إجراءات تجنب آثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، 2006/2007، ص: 11. 12.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 22.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

الأحوال ضمانا ضد المخاطر التي يمكن أن تلحق بمحفظة الزبون بالإضافة إلى ذلك فإن اللجوء إلى خدمات الوسيط المستشار ترفقها تكاليف إضافية.¹

الفرع الثاني: المستثمرين المؤسسين

تشمل هذه الفئة أقسام الاستثمار في البنوك وصناديق الاستثمار وشركات التأمين ويقع على رأس هذه المؤسسات فئة متميزة من مديري الاستثمار الذين يتمتعون بالكفاءة والخبرة ويسيطر المستثمر المؤسسي على نسبة كبيرة من إجمالي الاستثمارات في الأوراق المالية وعلى الرغم من عدم تجانس هذه المجموعة من المستثمرين، إلا أن صناديق الاستثمار تمثل أهم عناصر هذه المجموعة من حيث دورها في مجال الاستثمار في الأصول المالية والمستثمر المؤسسي هو في الحقيقة مستثمر محترف يمتلك موارد كبيرة وخبرات عديدة، كما أنه يحصل على معلومات لا يستطيع المستثمر الفرد الحصول عليها، والمستثمرين يخصصون كل أو معظم وقتهم للاستثمار في البورصة فهم على اطلاع دائم بما يحدث في السوق وهذا النوع من المستثمرين لا يلجأ إلى وسيط إلا من أجل تنفيذ أوامر البيع والشراء.²

ثالثا: الفرق بين المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسين

يمكن إيراد أهم الفروقات أو الاختلافات بين المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسين في الجوانب الآتية:³

- إن هدف المستثمر الشخصي يختلف عن هدف المستثمر المؤسسي فيما يتعلق بتخصيص أموالهم إلى مجالات الاستثمار المختلفة

- إن المستثمر ينظم عملياته الاستثمارية بحيث تكون مشترياته ومبيعاته تدريجية في حين أن المستثمر الشخصي على العكس من ذلك فهو يعتمد المضاربة بهدف رفع الأسعار أو خفضها دون مبرر إلا بهدف تحقيق الأرباح الرأسمالية.

- يختلف السلوك الاستثماري الشخصي الذي يعتمد على صفاته الشخصية بينما المستثمر المؤسسي يدير الاستثمارات ليس وفق السلوك الشخصي وإنما من قبل مجموعة متخصصة في مجالات الاستثمار.

- يتمتع المستثمر الشخصي بحرية أكبر في مجال الاستثمار بينما يخضع المستثمر المؤسسي بقيود تنظيمية وتشريعية عديدة.

- إن المستثمر المؤسسي ينظر إلى النمو المستقبلي لأرباح الشركات بينما المستثمر الشخصي ينظر إلى النمو المنقلب والقفزات السريعة.

- المستثمر الشخصي يعتمد على الإشاعات في الاستثمار وتوقيت الدخول والخروج السريعين أما المستثمر المؤسسي فهو يستند في الاستثمار إلى المعلومات الأساسية وجوانب الإفصاح والشفافية.

- تعد الضرائب أكثر الاعتبارات أهمية للمستثمرين الأشخاص غالبا بينما العديد من المؤسسات بعيدة عن هذا الاعتبار.

¹ عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم بالاعتماد على التحليل الفني: دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في Cac40، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة 2010، 2011، ص: 32.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، إبراهيم جلال العبد، مرجع سابق، ص: 23.

³ صلاح الدين محمد أمين الامام، مرجع سابق، ص: 18.

المطلب الثالث: مؤسسات الاستثمار المؤسسي

منذ الستينيات وحتى السبعينيات من القرن الماضي كانت صناديق التقاعد هي المؤسسات مهمة في سوق الأوراق المالية حيث كانت تمسك حوالي ربع الأسهم المتداولة في السوق، لكن أهميتها هذه تناقصت بسبب عوامل عديدة، بينما الثمانينات والتسعينات فإن صناديق الاستثمار المشتركة ووحدات الثقة المصرفية هي القوة الأساسية في سوق الأوراق المالية¹ وعندما نتكلم عن الاستثمار المؤسسي فإنه يتبادر إلى تفكيرنا المؤسسات الآتية:

أولاً: صناديق الاستثمار المشتركة.

إن الاستثمار في أسواق المال يأخذ الشكل المؤسسي والذي يشكل نسبته في الدول المتقدمة 90% أو الشكل الفردي والذي يشكل نسبته في المنطقة العربية 90%، أي النسبة معكوسة تماماً وهناك فرق شاسع بين الشكلين حيث أن الاستثمار المؤسسي في الغالب يمتاز بالخبرة والتجربة وإمكانية الحصول على المعلومات الضرورية وتوافر عدد كبير من المحللين بحيث يتفوق في عملياته الاستثمارية على الاستثمار الفردي، ومن أشهر أشكال الاستثمار المؤسسي هو صناديق الاستثمار المشتركة ففي القرن العشرين استقطبت جزء أكبر من أموال المستثمرين في أنحاء العالم خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية².

ثانياً: شركات التأمين (شركات الحماية ضد المخاطر)

مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم تعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين فهي مشروعات وظيفتها تأمين الافراد ضد خطر معين، لكنها تلعب دوراً غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية حيث تقوم هاته الشركات بتجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل، ونظراً لأهمية الدور الذي تمارسه فإن الدول تتدخل كثيراً في تنظيم طرق ممارسة هذه الشركات لوظيفتها.

فهذه الشركات غالباً ما تقوم بتوظيف أموالها من أسهم وسندات وإن كانت بعضها تميل إلى اختصاص جزء من أموالها في موجودات مالية، تتعدد اختصاصات شركات التأمين ومن بينها الخدمات

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية -، اطروحة دكتوراه، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، جامعة الجزائر (03)، 2011/2012، ص: 251.

² أياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2009/2010، ص: 37.38.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

التي تقدمها نذكر: التأمين على الحياة، التأمين ضد الحرائق، الحوادث المختلفة، التأمين الخاص بالعلاج، التأمين البحري¹ ويمكننا التمييز بين نوعين رئيسيين لهذه الشركات هما:

1- شركات التأمين على الحياة:

ويقوم بتقديم خدمات مالية عديدة فهي تتبع تأمين محدد المدة أي تأميننا خالصا وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الادخارية تماما مثل المعاشات أي التي يتم دفعها بشكل مضمون عند بلوغ سنة معينة وهي تدير أيضا صناديق المعاشات وتقوم أيضا بتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشاته وفيما يتعلق بملاح الادخار في سياسات التأمين، فإنها حين تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فإنها تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة.²

2- شركات التأمين ضد الكوارث.

يقدم هذا النوع من الشركات خدمات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة وغيرها من الخسائر كما يقدم هذه الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة بينما البيع الآخر مثل التأمين ضد العواصف، الأعاصير، والتي تسفر عن خسائر غير متوقعة.

ثالثا: المصارف المتخصصة

وتقوم بنشاطات مختلفة وتعمل على تمويل مشروعات أو عمليات اقتصادية صناعية، زراعية، أو تجارية وذلك وفقا لتخصص المصرف، وهي تعتمد في مواردها على رأسمالها أو ما يخص لها من ميزانية الدولة وكذلك من السندات أو القروض العامة التي تصدرها وتشارك فيها المصاريف التجارية كنوع من أنواع الاستثمار عندها وهي بدورها لا تستطيع التوسع في نشاطها إلا في حدود مواردها وتنقسم المصارف المتخصصة إلى الأنواع التالية:³

¹ عد الغفار حنفي، رسمة قريبا، البورصات والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 355

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، ص: 40

³ سليمان احمد اللوزي، إدارة البنوك، دار الفكر، الأردن، دون ذكر سنة النشر ص: 37.

1- المصارف الزراعية:

تختص هذه البنوك بالتمويل الزراعي غرضه التوسع في الرقعة الزراعية بالدولة للتنمية الريفية وذلك لمواجهة الأزمات الزراعية من أجل تحسين الكفاءة الإنتاجية الزراعية عن طريق إدخال التقنية الزراعية الحديثة.

2- المصارف الصناعية

كان أول ظهور للبنوك في إطار خطط لإمداد المشروعات الصناعية بالتمويل طويل الأجل للأزمة لشراء المعدات والآلات الإنتاجية ورأس المال اللازم للتشغيل بهدف جذب المستثمرين لإقامة الصناعات ومن أجل تقديم مختلف الخدمات والتسهيلات المالية والائتمانية.

3- المصارف العقارية

وهي عبارة عن بنوك تهتم بتقديم السلف في الأزمة لشراء العقارات في شكل أراضي أو عقارات مبنية وتعتمد في تمويل نشاطاتها على رؤوس أموالها وعقد القروض طويلة الأجل.

4- مصارف التجارة الخارجية

ويختص هذا النوع من المصارف في تقديم خدمات مصرفية لمساعدة التجارة الخارجية من أجل تنميتها عن طريق توفير التمويل اللازم ومراسلات التجارة الخارجية وفتح الاعتمادات المستندية وغيرها.

رابعاً: المصارف الشاملة

وهي تلك التي تؤدي الوظائف التقليدية للبنوك وكذلك الوظائف غير التقليدية مثل تلك التي تتعلق بالاستثمار أي البنوك التي تؤدي وظائف البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال بينما يعرفها البعض بأنها المؤسسات التي تقوم بأعمال الوساطة إيجاد الائتمان والتي تلعب دور المنظم في تأسيس المشروعات وإدارتها وبصفة عامة يمكن القول بأنها البنوك التي لم تعد تنقيد بالتخصص المحدود الذي قيد العمل المصرفي في كثير من الدول بل أصبحت تمد نشاطها إلى كل المجالات والإقليم والمناطق وتحصل على الأموال من مصادر متعددة وتوجهها إلى مختلف النشاطات لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.¹

¹ سليمان احمد اللوزي، مرجع سابق، ص: 39.

خامسا: وحدات الثقة في المصارف

تعد وحدات الثقة في المصارف أحد الروافد للسوق المالية والتي ستخرج المصارف من إطار العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأشمل يواكب التطورات الواسعة والمتغيرات في العمل المصرفي وقد أصبحت هذه الخدمة تحظى بالاهتمام المتزايد في المؤسسات المالية والمصرفية نتيجة المتغيرات المحيطة وما تحمله المنافسة الحادة من ضرورة الدخول إلى مجالات عديدة مختلفة وتعرف بأنها وحدات مالية مصرفية تجمع الأموال من المستثمرين وتستخدمها لتكوين محفظة متنوعة من الأوراق المالية، لصالحهم كما تعرف بأنها وحدات استثمارية توفر الأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة أموالهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في سوق الأوراق المالية.

سادسا: صناديق التقاعد

وهي صناديق تقوم بإعدادها الشركات الكبيرة وتضم مساهمات مقطوعة من رواتب الموظفين الجارية لدفع امتيازات ما بعد التقاعد التي تخصم وهناك نوعين رئيسيين من برامج المعاشات هما المساهمة المحددة والامتيازات المحددة.

1- برامج المساهمة المحددة

وهي حسابات ادخار عاملة تؤسسها الشركة لموظفيها ويساهم صاحب العمل بالأموال في البرنامج ويتحمل الموظف كل مخاطر أداء الصندوق، والموظف مسؤول عن توجيه إدارة الأصول وهي عادة عن طريق الاختيار من بين صناديق الاستثمار بحيث يمكن وضع الأصول فيها ولا تخضع مكاسب الاستثمار في برامج التقاعد هذه الضريبة.

2- برنامج الامتيازات المحددة

ففي هذا البرنامج يكون لصاحب العمل التزام نحو توفير امتيازات تقاعد سنوية محددة، وتلك الامتيازات تحدد بواسطة معادلة عادة ما تأخذ في الحسبان سنوات الخدمة ومستوى الرواتب والأجور.¹

¹ إياد فلاح حسن الزبيدي، مرجع سابق، ص ص: 46، 48.

سابعا: صناديق الأوقاف

وهي محافظ يتم تشغيلها لمصلحة كيان لا يهدف للربح، وصناديق الأوقاف تحتفظ بها منظمات لاستخدام أموالها لأغراض محددة غير ربحية ويتم تمويلها بواسطة الهبات من راع واحد أو أكثر وعادة ما تديرها هيئات تعليمية أو ثقافية أو خيرية أو بواسطة مؤسسات مستقلة يتم تأسيسها لتنفيذ أغراض الصناديق المحددة.

الصندوق الوقفي هو وعاء تجتمع فيه أموال موقوفة تستخدم لشراء عقارات وممتلكات وأسهم وأصول متنوعة تدار على صفة محفظة استثمارية لتحقيق عائد ممكن ضمن مقدار المخاطر المقبولة والصندوق يبقى على صفة مالية إذ أن شراء العقارات والأسهم والأصول المختلفة وتمويل العمليات التجارية لا يغير من طبيعة هذا الصندوق ويعبر هذا الأخير دائما بالقيمة الكلية لمحتوياته التي تمثل مبلغا نقديا.¹

¹ حسن محمد حسين سمحان، دراسات في الإدارة المالية الإسلامية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2011، ص:

المبحث الثالث: مساهمة الاستثمار المؤسسي في دعم استقرار أسواق الأوراق المالية

برز في الاقتصاد العالمي خلال العشرية الأخيرة، دور المستثمرين المؤسسين كأهم المتعاملين في بورصات الأوراق المالية العالمية باعتبار قراراته الاستثمارية غير عشوائية حيث يساهم في الحد من تذبذب أسعار أسهم الشركات المدرجة بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي مما يعزز دوره في زيادة فعالية سوق الأوراق المالية بدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي وقد تم التطرق في هذا المبحث الى المطالب التالية:

◀ مساهمة المستثمر المؤسسي في تحقيق الكفاءة

مساهمة المستثمر المؤسسي في تحسين السيولة

مساهمة المستثمر المؤسسي في التأثير على حكومة المؤسسات

المطلب الأول: مساهمة الاستثمار المؤسسي في تحقيق الكفاءة

يمكن التحكم على السوق المالية بالكفاءة إذا كانت تتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية والسعي لأن تكون بيئتها جاذبة للاستثمار وهذا ما يسعى إليه الاستثمار المؤسسي.

الفرع الأول: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية ومتطلباتها

أولاً: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

وهو ذلك السوق الذي تعكس فيه أسعار الورقة المالية كافة المعلومات المتاحة، أو هو السوق الذي يكون فيه أفضل توقع لقيمة السهم ممثلاً في السعر الحالي.¹

ويمكن تعريفها أيضاً بأنها (السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو المستقبلية المتاحة، أي هو السوق الذي يشعر الجميع بأنهم أمام مباراة عادلة لا ظلم فيها ولا تحيز وهي تعد المقياس الحقيقي للقيمة فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة ودون أدنى إجحاف أي أن الأسعار عند أي مستوى تكون متساوية أو قريبة من الأسعار الحقيقية).²

ثانياً: متطلبات الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر السمات التالية:

1- كفاءة التشغيل :

ويطلق عليها بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة³ ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي لصناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، ويتضمن الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يطلبه عند

¹ متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر موزعون ومفكرون، عمان، 2010، ص: 96.

² فيصل محمود الشوارة، مرجع سابق، ص: 43.

³ رفيع مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي جامعة باتنة 2006/2007، ص: 108.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

بيعها، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

2- كفاءة التسعير:

ويطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير، مما جعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة للمعلومات المتاحة، بل المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا فذلك يرجع للأسباب التالية:¹

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظرا لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادلة غير أن هذا ما يحدث لعدد قليل من المستثمرين ولمرات عديدة، وهذا السبب غير صحيح دوم في ظل السوق الكفؤة لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين.

3- كفاءة التخصيص :

إن المهمة الأساسية لأسواق الأوراق المالية هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض إلى من يحتاج هذه الموارد وهي مهمة ليست لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة التخصيص والتي يقصد بها تحويل وتخصيص الأموال المتاحة إلى أكثر التوظيفات الاستثمارية ربحية.²

4- عدالة السوق :

بمعنى إتاحة السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات.³

5- الأمان :

وهو ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن الأطراف المتعاملين في السوق مثل: مخاطر الغش والتدليس.⁴

¹ ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال ودوائها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 70

² ضياء مجيد، مرجع سابق، ص: 11

³ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة، البورصة المصرية والأمريكية،

دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص: 08.

⁴ المرجع نفسه، ص: 09.

الفرع الثاني: تأثير الاستثمار المؤسسي على الكفاءة في أسواق الأوراق المالية

تشير نتائج العديد من الدراسات مثل 1996 الخاصة بسلوك التجميع بين المستثمر المؤسسي إلى أن المستثمر المؤسسي يستطيع تحقيق عوائد من خلال اتباع هذا السلوك بما يعني أن اتباع سلوك التجميع من قبل المستثمر المؤسسي يبدو كسلوك رشيد بينما تختلف نتائج الدراسات حول تأثير هذا السلوك على كفاءة السوق.

وتظهر بعض نتائج بعض الدراسات (2013) و(2014) أن هذا السلوك بين المستثمر المؤسسي يرجع للتعامل على المعلومات ومن ثم يعجل بوصول الأسعار للمستويات العادلة لها بناء على المعلومات وتكون العوائد المحققة من هذا السلوك في كل من الأجل القصير والطويل.¹

إلا هناك بعض الأدبيات الاقتصادية أشارت إلى أن هذه العوائد المحققة تتحقق في الأجل القصير فقط، حيث تعود إلى أسعار الأسهم التي تم شرائها تبعا لسلوك التجميع للتراجع مرة أخرى مما يعني أنه لم تكن هناك معلومات يستند عليها المستثمر المؤسسي لهما السلوك، فلذلك فإن سلوك التجميع بين المستثمر يسهم في إضعاف مستوى كفاءة السوق من خلال زيادة التغلب في الأسعار من هذا الغرض بتبين عدم وجود اتفاق عام حول أثر سلوك التجميع بين المستثمر المؤسسي على كفاءة السوق وأن هذا التأثير لا زال محلا للبحث.

يؤدي الاستثمار المؤسسي دورا مهما في تطوير السوق المالية، إذ تتميز الأسواق التي توجد بها شريحة واسعة من فئة المستثمر المؤسسي بانخفاض مستوى التذبذب وارتفاع مستوى الكفاءة في أسواقها، علاوة على ارتفاع تملك المستثمر المؤسسي لحصص استراتيجية في الشركات المستثمر بها يدعم ممارسات الحوكمة في تلك الشركات وزيادة شفافيتها وهذا ما يصعب تحقيقه في ظل هيمنة المستثمرين الأفراد.

¹ يوسف "أحمد جمال الدين" فتحي أحمد، دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، 2014، ص ص، 41-42.

المطلب الثاني: مساهمة الاستثمار المؤسسي في تحسين السيولة

سنحاول في هذا المطلب إبراز مساهمة الاستثمار المؤسسي في تحسين سيولة سوق الأوراق المالية باعتباره مطلب مهم لجذب المستثمرين في السوق الثانوي وزيادة إدراج الشركات لأسهمها في السوق الأولي.

الفرع الأول: الحاجة إلى صناع السوق

يتمثل النشاط الرئيسي لصناع السوق في إضفاء مزيد من السيولة على أسواق الأوراق المالية حينما لا تتوفر أوامر الشراء والبيع في الوقت المحدد، وتحسين السيولة في السوق مرهون تطوير وظيفة (صانعي السوق) حيث يلعب دورا هاما في الأسواق المالية العالمية والمحليلين وخبراء الاستثمار لا يتصورون إمكانية الاستغناء عنهم أو عدم تواجدهم في أي سوق مالي دونما التسبب في تعطيل حركة التداول وتهميش آليات السوق وانخفاض كفاءته وارتفاع مخاطره، حيث لا يمكن في ظل وجود صناع السوق وبالتالي تحتفظ الأسواق المالية بصورة دائمة بحالة من التوازن بين العرض والطلب وتضييق الفجوة بين سعري الشراء والبيع لكي تحقق الأسواق المالية أهم وظائفها وهي قدرة المستثمرين على تسهيل الأوراق المالية وسهولة وإيجاد توازن مستمر بين العرض والطلب.

ويبلغ عدد المتخصصين في بورصة نيويورك مثلا: 350 شخصا، يقتصر عمل كل منهم على عدد محدد من الأوراق المالية، وفي الأوقات التي تنشط فيها الأسواق يتعامل المتخصصون بأسهم شركة واحدة وكما يعتمد صناع السوق عادة على استراتيجية استثمار طويلة الأجل مما يساهم في زيادة عمق الأسواق إضافة إلى سيولة أسهم الشركات الأقل حظا أو الشركات الصغيرة التداول.¹

الفرع الثاني: الاستثمار المؤسسي وصناعة السوق

يمكن للاستثمار المؤسسي أن يساهم في صناعة سوق الأوراق المالية الذي يمكن أن يعد أحد الأركان الأساسية الداعمة لتطوير سوق الأوراق المالية من خلال قيامه بدور صناع السوق وتساهم صناعة سوق رأس المال في تحقيق العمق والاتساع لسوق الأوراق المالية مع اكتسابه صفة الاستمرارية والسيولة بالكلفة المناسبة وفي الوقت والسرعة المناسبة أيضا من خلال استعداد الاستثمار المؤسسي لشراء الأوراق المالية وبيعها في أي وقت مع الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتنشيط الطلب،² فيمكن للمستثمرين المؤسسون أن يأخذوا دور وظيفة صناع سوق الأوراق المالية لضمان تحقيق ما يلي:³

- المحافظة على سوق منظم وعادل لقيمة الأوراق المالية.
- إضفاء صفة السيولة والمرونة لمكونات السوق.
- تحقيق صفة استمرارية السعر للأسهم المتداولة.
- ضمان الكفاءة التشغيلية للسوق من خلال تخفض كلفة الصفقات.
- إضفاء صفة العمق والاتساع للسوق وللورقة المالية موضوع التداول.

¹ زياد الدباس، صناع اسوق ضرورة في الامارات، نقلا عن الموقع الالكتروني:

www.alarabya.net/aswaq.consulte.le :21/04/2021. a.11:00

² صلاح الدين محمد امين الامام، مرجع سابق، ص: 13.

³ المرجع نفسه، ص: 14.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

- السيطرة على حركة المعلومات والحد من المضاربة.
- المساهمة في إرساء القواعد والأسس العلمية للاستثمار بالأوراق المالية.

الفرع الثالث: الاستثمار المؤسسي ودوره في الحد من أثر الأزمات المالية على أسواق الأوراق المالية

- إن توفر مؤسسات صانعة لأسواق الأوراق المالية تقلل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية وتقي تلك الأسواق من النتائج السلبية التي تفرزها تلك الاختلالات من خلال القدرة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسون في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع وهو ما حصل في الأزمة المالية العالمية في عام 2008 بالتدخل لشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية وهو ما قلل من الانخفاضات الحادة في تلك الأسواق.

- إن الاستثمار المؤسسي يسعى إلى بث الثقة في سوق الأوراق المالية حيث هناك أموال ستضخ بصورة تلقائية ويتم بذلك صناعة السوق لحفظ توازن التداول وحماية السوق من المضاربين ويقلل من الآثار المحتملة الناتجة من الأزمات والهزات المالية التي تدفع بالمستثمرين للتسارع ببيع الأوراق المالية التي يملكونها وبذلك يحفظ توازن السوق.¹

- أظهرت نتائج البحوث والدراسات أن الاستثمار المؤسسي الذي يستثمر على المدى القصير قد يكون القناة الرئيسية لانتقال تداعيات الأزمة فهذا النوع من المؤسسات هو الذي واجه مشاكل سيولة عاجلة أما المستثمرين على المدى الطويل فكان بإمكانهم الانتظار لحين استقرار الأسواق، حيث تشير إلى ضرورة اتخاذ سياسات وإجراءات تنظيمية من شأنها التأثير على زيادة مدى الاستثمار المؤسسي.

المطلب الثالث: مساهمة الاستثمار المؤسسي في دعم استقرار أسواق الأوراق المالية

من خلال المكانة الهامة التي أصبح المستثمرون المؤسسون يحتلونها على الصعيد الدولي ظهر تأثيرهم الواضح على تسيير المؤسسات التي يمتلكون فيها حصصا معتبرة من رأس المال.

الفرع الأول: حوكمة المؤسسات ومحدداتها

أولاً: تعريف حوكمة المؤسسات

هي مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قدرات المسيرين والتحكم في توجهاتهم وتبين مجالات صلاحياتهم² ويرى بعض الخبراء أن مفهوم حوكمة المؤسسات يشير بشكل عام إلى مجموعة القوانين والقواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية والممولين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى بحيث يضمن الممولين حسن استغلال الإدارة لأموالهم وتعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل وتحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة.

¹ صلاح الدين محمد امين الامام، مرجع سابق، ص: 14-15.

² عبد الرحمان بن عزوز دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (مع الإشارة لحالة بورصة تونس)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية تخصص إدارة مالية جامعة قسنطينة، 2011/2012. ص: 123.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

ثم تطور ليتجاوز مجرد العلاقة الضيقة بين المسيرين والمساهمين لأن الملاك ليس هم الطرف الوحيد الذي يقوم بالرقابة بالإضافة إلى ذلك الدائنين والزبائن والأجراء والسلطات العمومية أو ما يسمى بأصحاب المصالح

وعلى هذا الأساس فحوكمة المؤسسات بمعناها الأوسع تشمل كل النظام الذي يسمح بمجموع أصحاب المصالح من مراقبة وتوجيهات المؤسسة والسير بها إلى النجاعة لتحقيق الأهداف المسطرة وباستعمال آليات ووسائل محددة.

ثانياً: محددات حوكمة المؤسسات

هناك شبه اتفاق بين الباحثين عن محددات حوكمة المؤسسات ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين: ¹

1- المحددات الخارجية: تتمثل المحددات الخارجية بصورة عامة في المناخ الاستثماري للدولة وكذلك كفاءة القطاع المالي في توفر التمويل اللازم للمؤسسات ودرجة تنافسية أسواق السلع وعناصر الإنتاج وكفاءة الأجهزة والهيئات الرقابية في أحكام الرقابة على المؤسسات وذلك فضلا عن بعض المؤسسات ذاتية التنظيم التي تضمن أمل الأسواق بكفاءة مثل المراجعين والمحاسبين والمحامين ... وترجع أهمية المحددات الخارجية في أن وجودها يمثل تنفيذ القوانين والقواعد التي تهتم بحسن تسيير المؤسسات وتقلل من التعارض والنزاعات بين أصحاب المصالح من جهة وبين العائد الاجتماعي والعائد الخاص للمؤسسة

2- المحددات الداخلية: تتمثل الآليات الداخلية في مجلس إدارة المؤسسة، الرقابة المباشرة للمساهمين بواسطة الجمعية العمومية والرقابة التعاونية بين المسيرين، المراجعة الداخلية... وتسيير المحددات الداخلية إلى القواعد والأسس التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل المؤسسة بين الجمعية العامة ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين، والتي تؤدي توفرها من ناحية وتطبيقها من ناحية أخرى إلى الحد من تضارب المصالح والتقليل من النزاعات بين مختلف الأطراف.

الفرع الثاني: تأثير الاستثمار المؤسسي على حوكمة المؤسسات

منذ حوالي العشرية الأخيرة من القرن الماضي أصبح المستثمرون المؤسسون يمتلكون ما يفوق نسبة 40 % من رأس مال المؤسسات المدرجة في البورصة، وعلى هذا الأساس يمكنهم توجيه سياسيات تلك المؤسسات من خلال حجم السلطة التي امتلكوها ومن ثم التأثير المباشر وغير المباشر على نظام حوكمة المؤسسات ككل.

أولاً: دراسة نزعة التغيير لدى المستثمرين المؤسسين

بظهور المستثمرين المؤسسين كأهم المتعاملين في السوق المالية وأهم المؤثرين في طرق تسيير المؤسسات وفي نجاحها أصبح الكثير من الكتاب يتكلم عما يسمى بنزعة التأثير لدى المستثمرين المؤسسين *L'activisme des investisseurs institutionnels* ويمكن تعريف هذه الأخيرة كما يلي: ويعرفها herre بأنها: "بمفهومها الواسع مظاهر يقوم بها المستثمر بسبب عدم رضاه عن استراتيجية أو نجاعة المؤسسة التي يعتبر فيها مساهماً وعلى هذا الأساس يبين هذا الكتاب أن نزعة التغيير لدى

¹ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق، ص: 165.

* Smith (ادم سميث): (5 يونيو 1717/17 يوليو 1790): فيلسوف أخلاقي أسكتلندي ومن رواد الاقتصاد السياسي، اشتهر بكتابه الشهير ثورة الأمم كما يعتبر اب الاقتصاد الحديث.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

المستثمرين المؤسسين ليست هي اتصال مع المؤسسة وإنما هي إشارة يصدرها ضد المؤسسة لعدم قبوله نظام الحكومة المتبع من قبلها.

كما توجد كذلك رؤية أكثر تحديدا لـ SMITH* الذي يرى أن نزعة التغيير التطرفية للمساهمين هي الرقابة ومحاولة إحداث تغيير في هيكل الرقابة التنظيمية على المؤسسة التي تفرض من خلال المستثمرين المؤسسين الذين يدركون أن المؤسسة لا تسهر على تحقيق هدف تعظيم ثروتهم

وبصفة عامة نقول نزعة التغيير لدى المستثمرين إنما تنجم من خلال عدم رضاهم على أداء المؤسسة وبالتالي السعي لإحداث تعديل على نظام الحكومة المتبع من قبلها.

وكما أشرنا من قبل أن الحوكمة هي مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد والتأثير على قرارات المسيرين والتحكم في توجهاتهم وتبين مجال صلاحياتهم وهي تقوم أساسا على نظرية الوكالة والتي تنص أنه في حالة ضعف أداء المسيرين حينما يشعرون بعدم رضا الملاك فأنهم سيسهرون على تطوير آدابهم.¹

ثانيا: تأثير المستثمرين على نظام حوكمة المؤسسات

بين Smith في دراسته 72% من المؤسسات المستهدفة من قبل المستثمرين المؤسسين تم تغيير فيها عامل نظام الحوكمة المتبع وإن أغلب المؤسسات اتبعت سياسات مما يناسب أغراض هؤلاء المستثمرين، وسنحاول في هذه النقطة إبراز الدراسات التي بينت أن المستثمرين المؤسسين كان لهم تأثير على نجاعة المؤسسة وعلى قيمتها السوقية.

فبعض العلماء وجدوا علاقة طردية بين مساهمة المستثمرين المؤسسين وأداء المؤسسة وسيزيد اقتناء أسهمها كلما زادت نسبة الأداء وتحدد هاته العلاقة وفقا لسلوك المستثمرين إذ أن هؤلاء لا يكون لهم تأثير على أداء المؤسسة بمحاولة تحسينهم لحوكمة المؤسسات أما من خلال دراسة wruck لعينة متكونة من 128 مؤسسة قامت بإصدار أسهم جديدة تم اقتناء جزء منها من قبل المستثمرين المؤسسين فقد وجد أنه في حالة ما إذا رفع الإصدار الجديد نسبة تركز الملكية في يد المستثمرين إلى أكثر من 25% سيحدث هنا إيجابي على أسعار تلك الأوراق في البورصة وبالعكس في حالة إذا زادت نسبة التركز إلى ما بين 5% و25% فسيكون هناك أثر سلبي في أسعار البورصة فقد تبين أن مساهمة المستثمرين المؤسسين تتبع بممارسة نشاطات الرقابة من قبلهم كتغيير مجلس إدارة المؤسسة وعمليات الإصدار الجديدة وإعادة هيكلة المؤسسات.

وفي الأخير نقول أن النمو المستمر للمستثمرين المؤسسين وامتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم المؤسسات أدى إلى تحول في أنظمة حوكمة المؤسسات من النموذج الإداري المعتمد على آليات داخلية لمراقبة سلوك المسيرين خاصة من قبل مجلس إدارة المؤسسة الى نموذج يعتمد على آليات خارجية في عمليات المراقبة من قبل السوق والمساهمين هذا النموذج الأخير المعتمد أساسا على المستثمرين المؤسسين له هدفين مزدوجين من جهة تقليل عدم تماثل المعلومات الذي يكون في صالح المسيرين في الغالب ومن جهة أخرى محاولة وضع نظام للمكافآت والتعيينات يسمح للمسيرين بمتابعة تحقيق أهداف المساهمين.²

ومن خلال ما سبق نستنتج أن المستثمر المؤسسي يعتبر أهم المتعاملين في بورصة الأوراق المالية باعتباره يساهم في رفع مستوى نضج وكفاءة وفعالية أسواق الأوراق المالية بالإضافة إلى تحسين السيولة وذلك

¹ علال ابن ثابت بن جاب الله، المستثمرون المؤسسون ببورصة الأوراق المالية ودورهم على التأثير على حوكمة المؤسسات، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي: سياسيات التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات /دراسة حالة الجزائر، الدول النامية جامعة محمد خيضر، بسكرة 21.22. نوفمبر، 2006، ص.ص: 11/10

² علاء بن ثابت محمد بن جاب الله، مرجع سابق، ص.ص: 13.14.

الفصل الثاني الاستثمار المؤسسي ودوره في أسواق الأوراق المالية

من خلال تطوير وظيفة صانعي السوق ومن خلال النمو المستمر للمستثمرين المؤسسين وامتلاكهم لنسب كبيرة من أسهم المؤسسات ظهر تأثيرهم المباشر على حكومة المؤسسات من حيث زيادة أداؤها وارتفاع القيمة السوقية لها كل ذلك عزز من دور الاستثمار المؤسسي في تطوير أسواق الأوراق المالي

خلاصة الفصل

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض، فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتحويل مشاريعها كفتح رأس مالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع وهذا ما زاد من الأهمية البالغة للاستثمار المالي في تطوير وتحسين اقتصاديات الدول.

فالاستثمار المالي هو ذلك الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأدوات الخزانة وغيرها من الأدوات المالية، حيث يقوم المستثمر بشراء حصة في رأس المال أو القرض من أجل تحقيق عائد في ظل المخاطرة وللإستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الإستثمارات الأخرى من خلالها يمكن الوصول إلى عدة أهداف تزيد من عائد المستثمر.

كما أن هناك مجموعة من العوامل التي تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة أبرزها توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الافراد والقطاعات بالإضافة إلى توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار وتعدد الأدوات الاستثمارية، وتنقسم الإستثمارات المالية عادة إلى نوعين استثمارات مالية مباشرة والمتمثلة في الأصول الاستثمارية القابلة للتداول والغير قابلة للتداول واستثمارات مالية غير مباشرة مثل صناديق الإستثمار كما يمر الإستثمار المالي بعدة مراحل للوصول إلى الأهداف المسطرة إضافة إلى توفره لمزايا متعددة كتوفرها على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم لأسواقها بالإضافة إلى تكاليف المتاجرة بها منخفضة وتمتعها بخاصية التجانس لكن مقابل هذه المزايا هناك عيوب أيضا إلا محدوديتها تجعل المزايا ذات تفضيل على العيوب، ونظرا لطبيعة الإستثمارات المالية وما توفره للمستثمر فإنه يجب على هذا الأخير أن يكون على دراية بشؤون البورصة لمعرفة العائد الذي سيحققه والمخاطر المتوقعة.

وقد تم تسليط الضوء على الإستثمار المؤسسي نظرا لأهميته ومكانته المتنامية في أسواق الأوراق المالية الوسيطة وغير الوسيطة وقد تنامت أهميته نظرا لتمتعته بمجموعة من المزايا التي تفضله عن الإستثمار الشخصي ومن بين تصنيفات أو مؤسسات الإستثمار المؤسسي نجد: صناديق الإستثمار المشتركة شركات التامين، المصاريف المتخصصة، المصاريف الشاملة، وحدات الثقة في المصارف، صناديق التقاعد، صناديق الأوقاف.

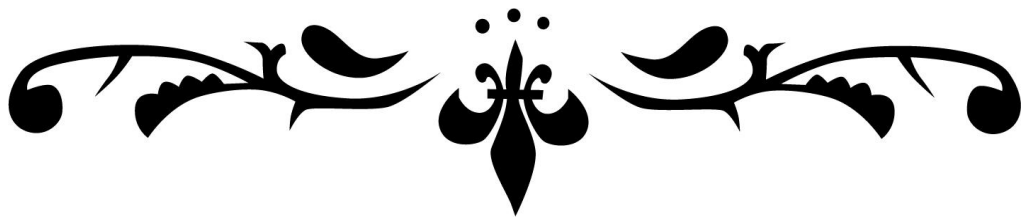
ومن خلال المكانة الهامة التي أصبح المستثمرون المؤسسون يحتلونها على الصعيد الدولي، برز دورهم الأساسي كأهم المتعاملين في بورصة الأوراق المالية وذلك باعتبار أن قراراتهم الاستثمارية غير عشوائية، حيث يساهم الإستثمار المالي في رفع كفاءة ونضج في أي سوق مالي باعتبار أنه يعتمد على معايير اقتصادية ومالية في القرارات الاستثمارية.

كما يساهم الإستثمار المؤسسي في تحسين السيولة في أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال تطوير وظيفة صناع السوق، الامر الذي يقلل وبشكل كبير من تأثيرات الازمات المالية وحماية السوق من المضاربين، كما يساهم الإستثمار المؤسسي في التأثير على حكومة المؤسسات وذلك من خلال تأثيره الواضح على تسيير المؤسسات التي يمتلك فيها المستثمر المؤسسي حصصا معتبرة من رأس المال، حيث يرفع من أدائها ورفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي نخلص إلى أهمية الدور الذي يلعبه الإستثمار المؤسسي في تطوير أسواق الأوراق المالية.



الفصل الثالث

واقع الاستثمار المؤسسي في
أسواق الأوراق المالية الاماراتي
ودوره في دعم أداء السوق



الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

مقدمة الفصل:

لقد ساهمت مجموعة من العوامل في تطور نشاط سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية، وذلك في كل من دبي وأبو ظبي خلال عقدي الثمانينات والتسعينيات من القرن العشرين، وعلى صعيد هذه التطورات ظلت الدولة بسلطتها النقدية والمالية إلى عهد قريب المصدر الأساسي لرؤوس الأموال اللازمة للاستثمار، نظرا لارتفاع عوائد الدولة، ومواكبة التطورات العالمية وتحسين البيئة الاستثمارية قامت الإمارات العربية بمراجعة العديد من الأنظمة القائمة، وتحديثها وإصدار أنظمة جديدة كجزء من التطورات التنظيمية والتشريعية، ونظرا لما توليه السياسات الحكومية في الإمارات من أهمية قصوى للسوق المالية في تحقيق الخطة التنموية، فقد برزت الحاجة إلى دراسة أداء سوق الأوراق المالية الإماراتي للتعرف على مدى كفاءتها وقدرتها على تصحيح الأوضاع الاقتصادية من خلال توجيه الموارد المالية المحدودة إلى القطاعات الأكثر إنتاجية ومردودية.

فالاستثمار المؤسسي ساهم في تطوير سوق الأوراق المالية الإماراتي، حيث أن قراراته غير عشوائية بل تعتمد على معايير استثمارية واقتصادية ومالية، حيث تبرز صناديق الاستثمار كأهم مستثمر مؤسسي في السوق من خلال دورها الفعال في توعية المستثمرين بأهمية الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

وعلى هذا الأساس تبنت هيئة السوق المالية عددا من المبادرات الاستراتيجية لتنفيذها خلال السنوات الخمس المقبلة تستهدف توسيع قاعدة الاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية الإماراتي، وعلى ضوء ما سبق تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

◀ تقديم سوق الأوراق المالية الإماراتي

◀ الاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية الإماراتي

◀ دور الاستثمار في دعم أداء السوق الإماراتي

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

المبحث الأول: تقديم سوق الأوراق المالية الإماراتي

يعد سوق الأوراق المالية الإماراتي أكبر الأسواق المالية بلا منازع ، وقامت مملكة الإمارات بمراجعة العديد من الأنظمة القائمة وتحديثها، وإصدار أنظمة جديدة كجزء من التطورات التنظيمية الواسعة التي تهدف إلى مواكبة التطورات العالمية وتحسين البيئة الاستثمارية ، وقد كان في مقدمة تلك التطورات إصدار نظام السوق المالي الذي يمثل الإطار التشريعي والتنظيمي المؤسسي للسوق، قد اكتسى صدور هذا النظام بأهمية بالغة نظرا لأن الغاية منه هي إعادة تنظيم السوق المالية الإماراتية بشكل أكثر انضباطا واستقرارا، حتى تكون التعاملات في السوق موثوق فيها، وذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت إشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالية، وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية :

◀ نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإماراتي

◀ تعريف سوق الأوراق المالية الإماراتي

◀ مهام هيئة الأوراق المالية والسلع ومهام السوق المالي في الإمارات

◀ الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الإماراتي

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية الإماراتي

يوجد في دولة الإمارات العربية المتحدة سوقان رئيسيان للأوراق المالية هما: سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق دبي المالي وتجمعهما مظلة واحدة تسمى: سوق الإمارات المالية التابعة لهذه السلع والأوراق المالية، مقرها الرئيسي العاصمة أبو ظبي، تأسست عام 2004م بموجب القانون الاتحادي رقم 4 لسنة 2000 م، ولها فروع في مختلف إمارات الدولة، وتتولى الهيئة بموجب القانون عمليات الإشراف والرقابة على أسواق المال في الدولة كما تتولى الهيئة عملية تطوير أسواق رأس المال والمساهمة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال توفير الحماية الكاملة للمستثمرين في هذه الأسواق، معتمدة بذلك على معايير الشفافية والافصاح. وتعتبر الهيئة هي الجهة التشريعية المخولة بسن التشريعات المنظمة للأسواق بما يعزز إرساء معايير التعامل الواضح في الأسواق، ويضمن الدقة في التعاملات التي تحفظ حقوق كافة الأطراف. (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2020)

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية (أبو ظبي)

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية في 15 نوفمبر سنة 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري والاصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة للممارسة مهامه في 17 مارس 2020، تم تحويل سوق أبو ظبي للأوراق المالية من مؤسسة عامة إلى شركة مساهمة عامة استنادا للقانون (8) من عام 2020، سوق أبو

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

ظبي للأوراق المالية تابع ل "القبضة" (ADQ)، إحدى أكبر الشركات القابضة على مستوى المنطقة والتي تمتلك محفظة¹.

الفرع الثاني: نشأة سوق الأوراق المالية (دبي)

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لعام 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000، وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأس مال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20% من رأس مال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام اقبالا كبيرا ومتميزا فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM).²

المطلب الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية الإماراتي

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية (أبو ظبي)

يعتبر سوق أبو ظبي للأوراق المالية أحد الأسواق المالية الحديثة نسبيا حيث يرجع تأسيسه إلى عام 2000، إلا أنه تمكن خلال عقدين فقط من أن يصبح أحد الأسواق المالية القوية والمؤثرة والداعمة لاقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة ككل، يعود الفضل في تحقيق ذلك إلى عدة عوامل ولكن أكثرها تأثيرا و إدراج العديد من الشركات والمؤسسات البارزة ضمن سوق أبو ظبي للأوراق المالية فضلا على اهتمام هذا السوق المالي بمجال التداول عبر الانترنت الذي صار، بفضل مزاياه المتعددة الأكثر جذبا للمتداولين في الوقت الحالي ويقدم سوق أبو ظبي لأوراق المالية باقة متنوعة ومتعددة من الخدمات التي تشمل العديد من المزايا والتسهيلات للمستثمرين والمصدرين وحتى شركات الوساطة، الهدف من هذا جعل تجربة تداول المنتجات المالية من خلاله أكثر تفردا وتميزا وبالتبعية أكثر جذبا للراغبين في استثمار مدخراتهم ورؤوس أموالهم، كما يعمل على تعزيز مبدأ الشفافية من خلال القوانين واللوائح التي وضعتها الهيئة المنظمة له وهي هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة.³

الفرع الثاني: تعريف سوق الأوراق المالية (دبي)

يعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس قيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة كما أن هذا السوق متوافق مع الشريعة الإسلامية واحكامها، وهو ما يعبر عن الرؤية الطموحة لصاحب السمو الشيخ محمد

¹ سوق أبو ظبي للأوراق المالية، نبذة عن، نظرة عامة، متوفر على الموقع:

<https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx> (تاريخ الاطلاع 2021-05-16)

² سوق دبي المالي، نبذة عن، نظرة عامة، متوفر على الموقع:

<https://www.dfm.ae/Arabic/pages/AboutADX/default.aspx> (تاريخ الاطلاع 2021/05/16)

³ أسواق الأوراق المالية، تعرف على أفضل أسواق الأوراق المالية في الوطن العربي، مقالات، متوفر على الموقع: <https://theqa.ai/articles/pages/consulte> (تاريخ الاطلاع 2021/05/17)

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

بن راشد آل مكتوم نائب رئيس الدولة، رئيس مجلس الوزراء، حاكم دبي، كما يخضع سوق دبي المالي تنظيمًا لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، حيث أنجز سوق دبي المالي بنجاح في عام 2010، لتكامل العمليات مع ناسداك دبي بهدف إيجاد قوة حيوية في أسواق رأس المال في المنطقة، وقد سهلت تلك العملية وصول المستثمرين الأفراد من المنطقة إلى الأسهم المدرجة في ناسداك دبي عن طريق رقم مستثمر واحد مما يتيح للمستثمرين التداول بسلاسة عبر البورصتين¹.

وبالرغم من ذلك تحافظ البورصتان على العمل تحت مظلتين تنظيميتين مختلفتين، حيث يخضع سوق دبي المالي لهيئة الأوراق المالية والسلع، وناسداك دبي لسلطة دبي للخدمات المالية.

المطلب الثالث: مهام هيئة الأوراق المالية والسلع ومهام السوق المالي في الإمارات

الفرع الأول: مهام هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات

تتمثل مهام هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات فيما يلي:

- 1- الإشراف على تنظيم وتخصيص ومراقبة السوق المالي.
- 2- إصدار الأنظمة والقرارات والضوابط لتطبيق أحكام القانون وممارسة مهامها.
- 3- التأكد من تطبيق القوانين والقرارات الصادرة، والتفتيش على الشركات المدرجة والوساطة والخدمات المالية.
- 4- تلقي البلاغات والشكاوى ذات الصلة بنشاط السوق أو الوسطاء، واتخاذ القرارات المناسبة بصددها.
- 5- التأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة.
- 6- مراقبة الالتزام بقواعد حوكمة الشركات والإدارة الرشيدة وتحقيق الانضباط المؤسسي.
- 7- الترخيص للأسواق المالية وشركات الوساطة وشركات الخدمات المالية وصناديق الاستثمار.
- 8- حماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.²

الفرع الثاني: مهام السوق المالي

تمكن مهام السوق المالي فيما يلي:

- 1- توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية بكفاءة وفعالية.
- 2- تقديم منظومة خدمات ومنتجات مالية متنوعة ذات جودة عالية لجميع المتعاملين في السوق.

¹ سوق دبي المالي، نبذة عن، نظرة عامة، متوفر على الموقع:

<https://www.dfm.ae/Arabic/pages/AboutADX/default.aspx> (تاريخ الاطلاع 2021/05/16)

² مهام ل (الأوراق المالية).. ووضع قواعد (التداول العادل)، الإمارات اليوم متوفر على الموقع: De emaratayoum.com, Propose par Google تاريخ الاطلاع: 06 ماي 2021.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

3-الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في إدراج وتداول الأوراق المالية في الدولة.

4-مزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها.

5-المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة.

المطلب الرابع: الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الإماراتي

الفرع الأول: نبذة عن الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الإماراتي

تقوم هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية بكافة الإجراءات التي تكفل حماية حقوق المستثمرين في الدولة، وهي تتمتع بالاستقلال المالي والإداري، بالإضافة لكافة الصلاحيات الرقابية والإشراقية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها وفقاً للقوانين والأنظمة الدولية. تعمل هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع أيضاً على تطوير البيئة الاستثمارية وتعزيزها، الأمر الذي من شأنه تحفيز النمو الاقتصادي الذي يعتبر من أهم القطاعات الحيوية في دولة الإمارات العربية المتحدة.

تتبع هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع لوزير الاقتصاد، ويقع مقرها الرئيسي في إمارة أبو ظبي، وتتمحور رؤيتها حول إنشاء بيئة استثمارية مستدامة في سوق مالي متقدم ومتطور، ورسالتها هي حماية حقوق المستثمرين في الإمارات، وترسيخ أسس التعامل الاستثماري السليم، وتعزيز بيئة جاذبة لرؤوس الأموال اعتماداً على نظم ابتكارية حديثة. تتبنى هيئة الأوراق المالية والسلع ابوظبي 4 قيم رئيسية، وهي:

- **النزاهة والعدالة:** الحفاظ على حقوق جميع الأطراف في أسواق رأس المال والسلع، والحرص على سلامة ودقة المعاملات¹
 - **الشراكة والتعاون:** إنشاء تحالفات وشراكات استراتيجية لتلبية المصالح المشتركة في أسواق رأس المال
 - **الشفافية:** توفير المعلومات والبيانات الكافية لجميع الأطراف في أسواق رأس المال
 - **الإبداع:** تطبيق معايير التميز والابتكار في تصميم وتنفيذ مهام الهيئة
- تعمل هيئة سوق الإمارات للأوراق المالية والسلع باستمرار على إطلاق مبادرات مشتركة مع الأسواق المالية لزيادة فعالية السوق وحجم السيولة، كما وتسعى للحفاظ على تصنيف الإمارات ضمن قائمة أفضل 10 دول في مجال التنافسية من حلول مالية مبتكرة وأولويات استراتيجية تتعلق بالأسواق المالية.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع-الإمارات: موقع: <https://www.sca.gov.ae>

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الفرع الثاني: أهداف الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الإماراتي

في إطار جهودها للارتقاء بالأسواق المالية في الدولة، وضعت هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية 5 أهداف رئيسية، وهي:

- تعزيز الإطار التشريعي لتطوير أسواق رأس المال في الإمارات
 - حماية حقوق المستثمرين في الأسواق المالية
 - تعزيز ممارسات الشفافية وحكومة الشركات
 - اتباع معايير الجودة والكفاءة عند تقديم كافة الخدمات الإدارية
 - ترسيخ وتعزيز ثقافة الابتكار في بيئة العمل المؤسسي
- إلى جانب ذلك، تلتزم هيئة الأوراق المالية والسلع الإمارات بتطبيق مبادئ إدارة المعرفة الضمنية والصريحة بكفاءة وفاعلية عند إطلاقها للمبادرات التي تهدف إلى نشر المعرفة وفقاً لتوجهات الحكومة الرشيدة، كما تقوم بمبادرات لحفظ ونشر ومشاركة وتنمية وتطوير المعرفة والابتكار في الهيئة.

الفرع الثالث: إنجازات الهيئات المنظمة لسوق الأوراق المالية الإماراتي

حققت هيئة الأوراق المالية والسلع في دبي وأبو ظبي عدداً كبيراً من الإنجازات المميزة التي ساهمت في رفع مكانة دولة الإمارات العربية المتحدة ضمن الأسواق المالية الرائدة في العالم. تشمل أبرز إنجازات الهيئة ترخيص سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، بالإضافة إلى ترخيص بورصة للذهب والسلع، كما وقد قامت بتطوير منظومة تشريعية متكاملة للأسواق المالية، إذ تضم ما يزيد عن 100 تشريعاً تتنوع ما بين أنظمة وقرارات وقوانين.

في إطار جهودها لتنظيم السوق المالي في الإمارات، قامت هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي بإنشاء شراكة مع 138 شركة مساهمة عامة محلية ودولية، وبلغ عدد أنشطة الخدمات المالية التي رخصتها الهيئة وفق أفضل الممارسات العالمية أكثر من 200 نشاطاً موزعاً على 12 قطاعاً. من إنجازات هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي الأخرى أيضاً:

- توقيع 98 مذكرة تفاهم مع جهات محلية وعالمية، إلى جانب 16 اتفاقية مع جهات ذات صلة
- الحصول على عضوية من منظمات و جهات دولية عديدة، مثل المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية "أيوسكو"، واتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، ومجلس الخدمات المالية الإسلامية.

¹ مرجع سبق ذكره لموقع: <https://www.sca.gov.ae>

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

- إنشاء مركز التدريب والاختبارات المهنية الذي يقوم بتأهيل العاملين في قطاع الأوراق المالية
 - ترقية أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة على عدة مؤشرات عالمية للأسواق المالية
 - الحصول على 4 شهادات "أيزو" تتعلق بقطاعات العمل في الهيئة
 - الفوز بجائزة الإمارات للأداء الحكومي المتميز المنبثقة عن برنامج الشيخ خليفة للتميز الحكومي
 - الفوز بجائزة الإمارات للموارد البشرية في الحكومة الاتحادية 5 مرات
 - الحصول على المركز الأول على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في مؤشر حماية المستثمرين (البنك الدولي)
- بالإضافة إلى ما سبق، أطلقت الهيئة عدة حملات وبرامج توعية استثمارية، كما ونظمت مجموعة من الفعاليات والندوات والمعارض للارتقاء بالأسواق المالية في الدولة إلى مستويات عالمية غير مسبوقة.

المبحث الثاني: تطور أداء سوق الأوراق المالية الإماراتي

واكبت التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الأوراق المالية الإماراتي تطورات مماثلة في جانب الأداء التشغيلي للسوق، فقد كان لتشكيل مجلس هيئة السوق المالية ومباشرة أعماله والإجراءات التي اتخذها في مجال: الشركات والبورصات المدرجة في السوق ومدى التزامها بالإفصاح وتطور مؤشرات السيولة والتداول مما ينعكس إيجابيا على تطور أداء السوق خلال الفترة (2010-2019) وهذا ما سنتطرق إليه في المطالب التالية:

◀ تطور أداء السوق من حيث العدد والقيمة السوقية للشركات المدرجة

◀ تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول

◀ تطور أداء السوق من حيث الإفصاح والحوكمة

المطلب الأول: تطور أداء السوق من حيث العدد والقيمة السوقية للشركات المدرجة خلال الفترة (2010-2019)

لقد شهد سوق الأوراق المالية جملة من التغيرات خلال الفترة من 2010 الى غاية 2019 من عدد الشركات المدرجة والبورصات حيث كانت سنة 2010 عدد الشركات المدرجة معدومة بسبب انخفاض المؤشر العام للسوق كما تراجعت بعدم الموافقة على ادراج 4 شركات من 137 الى 133 شركة مقارنة بسنة 2009 كما بلغت القيمة السوقية للبورصات ما يقارب 385.4 مليار درهم مع نهاية 2010 بتراجع قدره 4.76% مقارنة بنهاية 2009

اما سنة 2011 تم ادراج 3 شركات مساهمة عامة محلية خلال العام في الوقت الذي تم فيه الغاء ادراج 4 شركات اجنبية لنخفض عدد الشركات المدرجة من 129 شركة في نهاية سنة 2011 الى 128

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

شركة مع نهاية ديسمبر 2011 كما بلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة ما يقارب 346 مليار درهم مع نهاية 2011 بتراجع قدره 10.19% مقارنة ب 2010.

خلال سنة 2012 تم سحب ادراج خمس شركات مساهمة خلال العام منها شركة محلية واحدة وثلاث كويتية وأخرى عمانية لينخفض عدد الشركات المدرجة من 128 الى 123 شركة مع نهاية ديسمبر 2012 كما بلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة ما يقارب 379 مليار درهم مع نهاية 2012 بارتفاع قدره 9.51% مقارنة مع 2011.

وفي سنة 2013 تم ادراج شركة كويتية وذلك من 123 الى 120 شركة مع نهاية 2013 وبلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 646 مليار درهم مع نهاية 2013 بارتفاع قدره 70.45% مقارنة مع سنة 2012.¹

اما في سنة 2014 تم ادراج أربع شركات مساهمة عامة واثنان خاصة محلية بينما تم سحب ادراج شركة تمويل ليرتفع عدد الشركات المدرجة من 120 شركة في نهاية 2013 الى 125 شركة مدرجة في نهاية سنة 2014 والقيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 728 مليار درهم من نهاية 2014 بارتفاع قدره 12.7% مقارنة بعام 2013

وخلال سنة 2015 سجل المؤشر العام لسوق الأوراق المالية تراجعا بنسبة 6.56% حيث شهد عام 2015 عدد الشركات المدرجة ارتفاعا حيث زاد عددها 125 شركة سنة 2014 الى 128 شركة مدرجة نهاية ديسمبر سنة 2015 وذلك بعد ان تم ادراج شركتين مساهمتين وشركة مساهمة خاصة وفي الوقت نفسه بلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 693 مليار درهم مع نهاية 2015 بانخفاض قدره 4.73% مقارنة م 2014.

شهدت سنة 2016 انخفاضا في عدد الشركات لمدرجة حيث تم سحب شركتنا تمويل مدرجة نهاية 2016 لنخفض عدد اجمالي الشركات 126 مقارنة ب 128 شركة ادراج سنة 2015 وبلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 549 مليار درهم نهاية 2016 بانخفاض قدره 3.85% مقارنة بسنة 2015.

وخلال سنة 2017 لاحظنا ارتفاع في عدد الشركات المدرجة حيث تم ادراج أربع شركات منها شركتنا مساهمة وشركتنا محلية حيث بلغ عددها الإجمالي 130 شركة في نهاية سنة 2017 وبلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 655 مليار درهم نهاية 2017 بارتفاع قدره 4.91% خلال ديسمبر 2017.

اما في سنة 2018 وافقت الهيئة على تسجيل 3 شركات مساهمة عامة منهم شركة حكومية تم تأسيسها في نهاية عام 2017 وتم استكمال إجراءاتها وتسجيلها في عام 2018، وشركة مساهمة عامة حكومية تم تعديل وضعها القانوني، وشركة مساهمة عامة حكومية تم توفيق أوضاعها وتسجيلها لدى الهيئة، وقد بلغ إجمالي رؤوس الأموال للشركات الثلاثة 7.2 مليار درهم، ليبليغ عدد الشركات الإجمالي المدرجة سنة

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، متوفر على الموقع: www.sca.gov.ae تاريخ الاطلاع: 2021/05/05.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

2018 ب 133 شركة اما القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 719 مليار درهم نهاية 2018 بارتفاع قدره 6% خلال نهاية ديسمبر 2018.¹

في سنة 2019 يبلغ عدد الشركات المقيدة لدى الهيئة 136 شركة محلية وأجنبية، منها عدد 135 شركة مدرجة في الاسواق وعدد شركة واحدة مقيدة وغير مدرجة. حيث زادت شركتنا مساهمة مقارنة ب 133 في سنة 2018 وبلغت القيمة السوقية للبورصات المدرجة في السوق ما يقارب 787 مليار درهم نهاية 2019 بارتفاع قدره 07.09% خلال نهاية سنة 2019.

الجدول رقم (1):

تطور أداء السوق من حيث عدد الشركات المدرجة للفترة (2010- 2019)

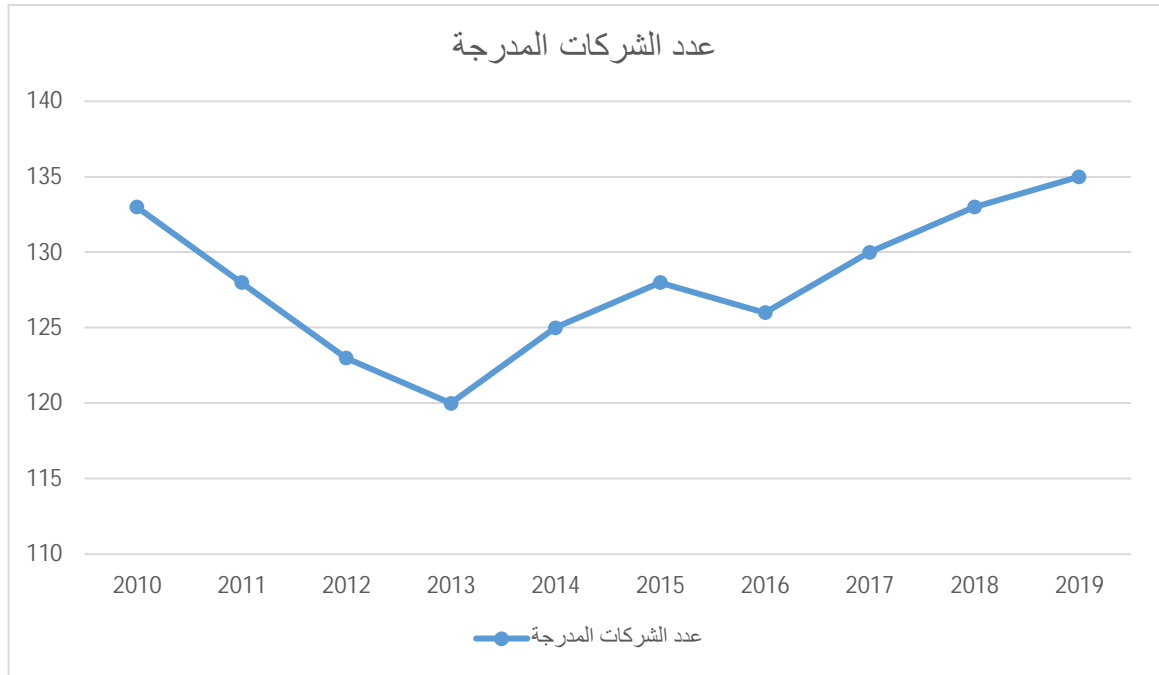
السنوات	عدد الشركات المدرجة	قيمة البورصات المدرجة الوحدة: مليار درهم	نسبة التغير
2010	133	385.4	لا توجد
2011	128	346	10.19%
2012	123	379	9.51%
2013	120	646	70.45%
2014	125	728	12.7%
2015	128	693	4.73%
2016	126	549	3.85%
2017	130	655	4.91%
2018	133	719	6%
2019	135	787	7.09%

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع للسنوات (2010- 2019)

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سبق ذكره.

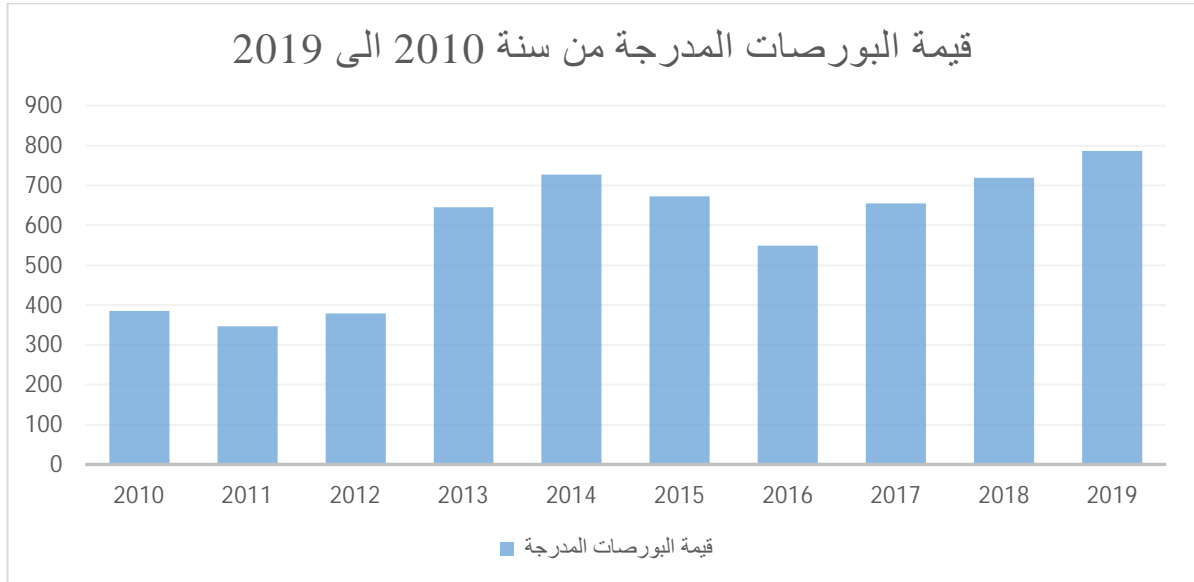
الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الشكل رقم (1): عدد الشركات المدرجة للفترة (2010-2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية

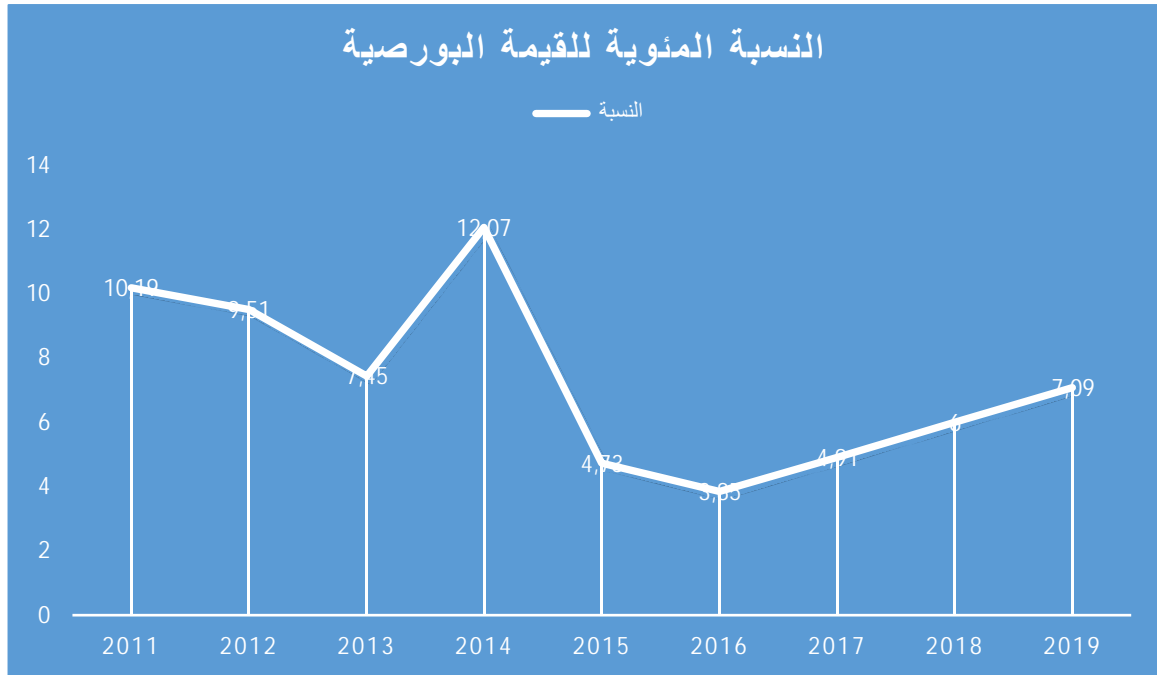
الشكل رقم (02): القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة (2010 - 2019)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاستعانة بالتقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الشكل البياني رقم (3): نسبة تغير القيمة البورصية للشركات المدرجة



نلاحظ من خلال الجدول والشكلين السابقين أن تطور أداء عدد الشركات متذبذب من سنة لأخرى وذلك من 2010 إلى 2019 وذلك بنسبة قليلة في إنتاج الشركات أما بالنسبة لقيمة البورصات ففي تزايد كبير في كل سنة وذلك بمئة أو مئتين درهم أما نسبة التغيير فإنها متذبذبة تذبذبا كبيرا حيث أن في سنة 2010 كانت نسبة التغيير 4.76 أما في سنة 2011 فارتفع إلى 10.19 ثم انخفض إلى 9.51 في سنة 2012 وفي سنة 2013 فارتفعت ارتفاعا كبيرا وذلك بنسبة 70 فالفرق كبيرا جدا ثم تراجعت تراجعا كبيرا كما كانت في السنوات الأولى ومن هنا نستنتج أن تطور أداء السوق في عدد الشركات غير مستقر تماما.

المطلب الثاني: تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول من سنة 2010 - 2019

شهد سوق الإمارات للأوراق المالية جملة من التطورات التي تمس حجم وقيمة التداول في الإمارات من سنة 2010 إلى غاية 2019 ونجمل هذه التطورات فيما يلي:

حيث بلغ إجمالي حجم التداول خلال سنة 2010 حوالي 56 مليار سهم بقيمة 103.80 مليار درهم تقريبا بقيمة 148.3 مليار سهم بقيمة 243.49 مليار درهم تم تداولها خلال عام 2009 وقد بلغت نسبة التراجع وفي حجم التداول 62.64% فيما يتعلق بقيمة التداول بلغ التراجع 57.37%.

أما سنة 2011 فقد بلغ إجمالي حجم التداول حوالي 41 مليار سهم بقيمة 56.8 مليار درهم تقريبا مقارنة بـ 56 مليار سهم بقيمة 103.8 مليار درهم تم تداولها خلال 2010 وبلغت نسبة التراجع لحجم التداول 26.8% أما قيمة التداول بلغ التراجع 45.26%¹.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، متوفر على الموقع: www.sca.gov.ae تاريخ الاطلاع: 2021/05/05.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

وفي سنة 2012 بلغ إجمالي حجم التداول 56 مليار سهم بقيمة 70.7 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 41 مليار سهم بقيمة 56.8 مليار درهم تم تداولها خلال 2011 كما بلغ نسبة الارتفاع في حجم التداول 38.69% وفيما يتعلق بقيمة التداول بلغ الارتفاع 24.44%

بلغ إجمالي حجم التداول لسنة 2013 حوالي 178.68 مليار سهم بقيمة 244.50 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 56.85 مليار سهم بقيمة 70.70 مليار درهم تم تداولها سنة 2012 بلغت نسبة الارتفاع في حجم التداول 214.3% فيما تعلق بقيمة التداول بلغ الارتفاع 245.83%

فيما يخص سنة 2014 بلغ إجمالي التداول حوالي 217.9 مليار سهم بقيمة 525.96 مليار درهم تقريبا بحوالي 178.6 مليار سهم بقيمة 244.5 مليار درهم تم تداولها عام 2013 نسبة ارتفاع حجم تداول 21.95% أما قيمة التداول بلغت نسبة الارتفاع 115.11%

بلغ إجمالي حجم التداول لسنة 2015 حوالي 125.64 مليار سهم بقيمة 209.4 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 217.8 مليار سهم بقيمة 525.9 مليار درهم تم تداولها سنة 2014 وبلغت نسبة التراجع في حجم التداول 42.34% فيما يتعلق بقيمة التداول بلغت نسبة التراجع 60.18%

في سنة 2016 بلغ إجمالي حجم التداول حوالي 185.4 مليار سهم بقيمة 462.7 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 125.64 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2015 وحيث يبلغ نسبة ارتفاع حجم التداول 38.9% فيما بلغت قيمة التداول نسبة ارتفاع 58%

بلغ إجمالي حجم التداول لسنة 2017 حوالي 168 مليار سهم بقيمة 379.4 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 185.4 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2016 وحيث بلغ نسبة التراجع في حجم التداول 31.7% فيما بلغت قيمة التداول نسبة تراجع 49.2%¹

أما في سنة 2018 بلغ إجمالي حجم التداول حوالي 152.9 مليار سهم بقيمة 325.4 مليار درهم تقريبا مقارنة بحوالي 168 مليار سهم تم تداولها خلال سنة 2017 كما بلغت نسبة التراجع بحجم التداول 28.6% فيما بلغت قيمة التداول نسبة تراجع 46.3%.

وفي سنة 2019 بلغ إجمالي حجم التداول حوالي 201.7 مليار سهم بقيمة 503.7 مليار درهم تقريبا مقارن بحوالي 152.9 مليار سهم لسنة 2018 كما بلغت نسبة الارتفاع بحجم التداول 20.09% فيما بلغت قيمة التداول نسبة ارتفاع 109.4%.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سبق ذكره.

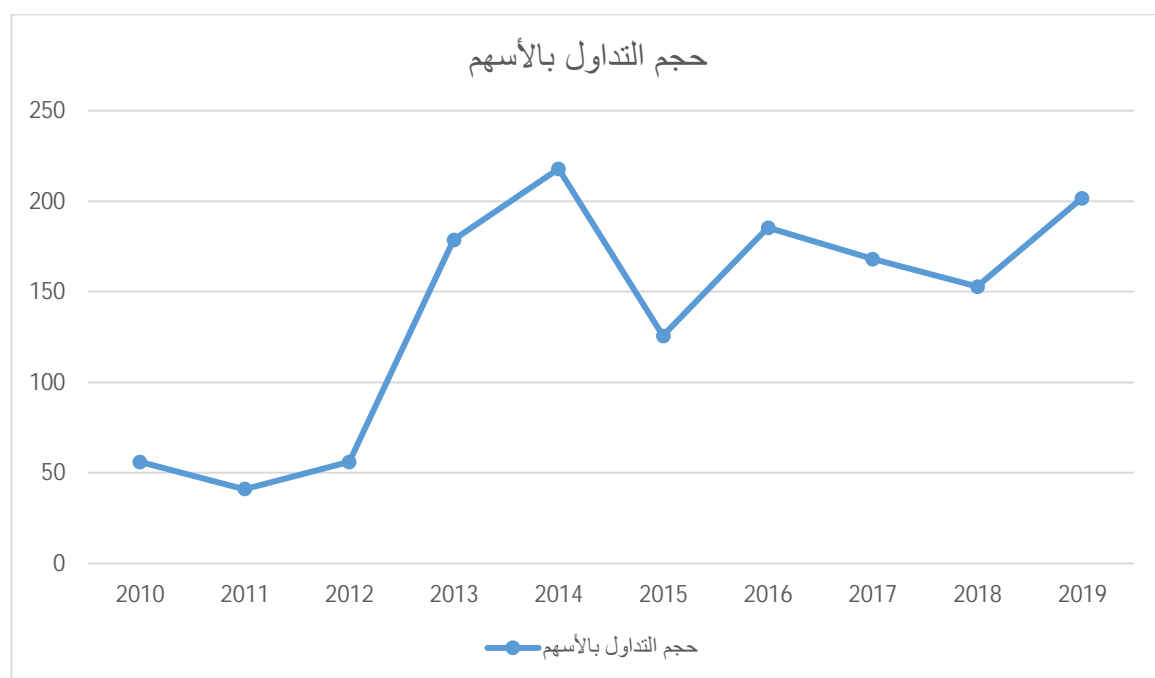
الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الجدول رقم (2): تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول للفترة (2010-2019)

السنوات	حجم التداول بالأسهم	قيمة التداول بالدرهم
2010	56	103.80
2011	41	56.8
2012	56	70.7
2013	178.58	244.50
2014	217.9	525.96
2015	125.64	209.4
2016	185.4	262.7
2017	168	379.4
2018	152.9	325.4
2019	201.7	503.7

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع للسنوات (2010-2019)

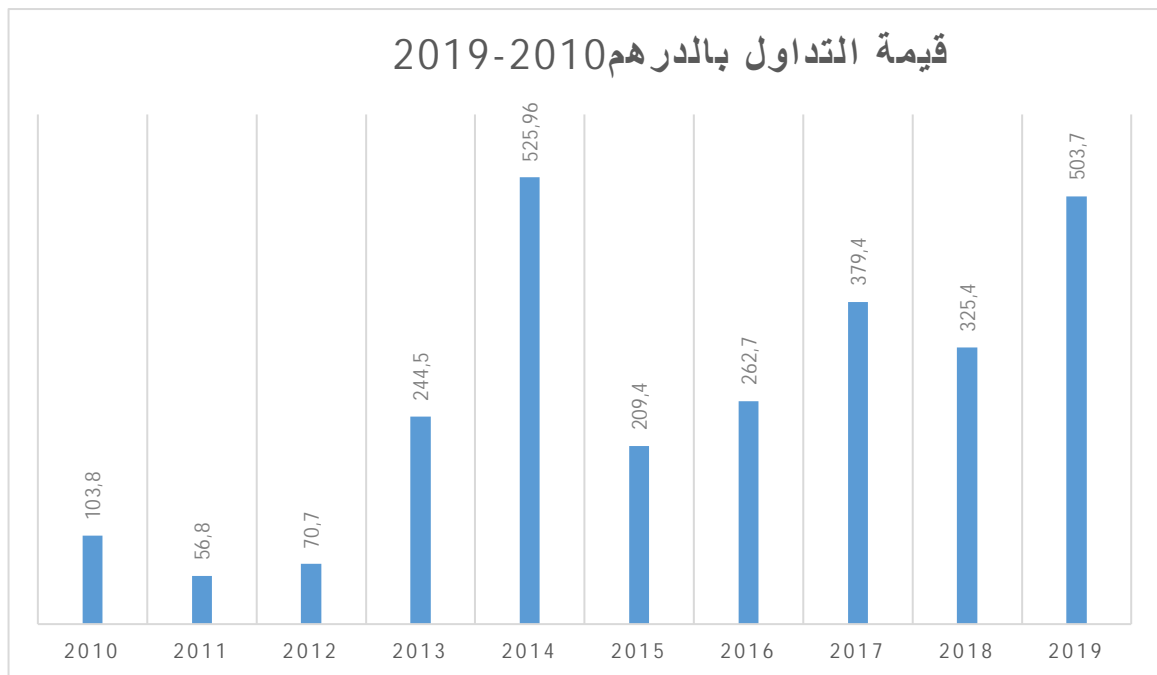
الشكل رقم (04): حجم التداول بالأسهم للفترة 2010-2019



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية والسلع

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الشكل رقم (5): حجم التداول بالأسهم من سنة 2010 إلى 2019



◀ المدرج التكراري يبين قيمة التداول بالدرهم من 2010- 2019

من خلال الجدول والمدرج التكراري أعلاه نلاحظ أن تطور أداء السوق من حيث حجم وقيمة التداول للفترة الممتدة بين 2010 و2019 أن حجم التداول بالأسهم اقل من حجم التداول بالدرهم أي أن قيمة الدرهم أعلى بكثير من قيمة الأسهم وهذا يدل على شيء فإنه يدل على أداء السوق من حيث قيمة التداول بالدرهم في تطور كبير من سنة إلى السنة التي بعدها.

المطلب الثالث: تطور أداء سوق الأوراق المالية من حيث الإفصاح والحوكمة

في إطار جهود هيئة الأوراق المالية والسلع الرامية إلى دعم ونمو وتطور أسواق الأوراق المالية بالدولة كأحد الأهداف الاستراتيجية للهيئة التي تعمل على تحقيقها بما ينسجم مع رؤية وتطلعات الحكومة الاتحادية، قامت الهيئة بتبني تطبيق الشركات لإجراءات الحوكمة والإفصاح المتعلقة بقواعد الإدارة الرشيدة والممارسات السليمة للأعمال، من خلال إطلاق سلسلة من الحملات التوعوية لتعزيز الوعي العام بمبادئ الحوكمة والإفصاح لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية

ويقوم فريق قسم حوكمة الشركات والمدققين بمتابعة الشركات الخاضعة لأحكام قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م.) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة للاطلاع على مدى التزامها بتطبيق ضوابط ومتطلبات الحوكمة¹.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، متوفر على الموقع: www.sca.gov.ae

تاريخ الاطلاع: 2021/05/10.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

وكانت الهيئة قد قامت خلال عام 2016 بإجراء بعض التعديلات على أحكام القرار الوزاري رقم (518) لسنة 2009 بشأن ضوابط الحوكمة ومعايير الانضباط المؤسسي وتعديلاته، وقد تم استبداله بإصدار قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (7/ر.م.) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة بحيث يشمل كافة التعديلات التالية:

- ضوابط وأحكام المشاركة في اجتماعات مجلس الإدارة من خلال وسائل التقنية الحديثة.
- ضوابط إبرام الصفقات مع الأطراف.
- عداد سجل للمطلعين بخصوص تعاملات أعضاء مجلس إدارة الشركة وموظفيها في الأوراق المالية.
- أحكام وضوابط تعارض المصالح في الشركات المساهمة العامة. أحكام الجمعيات العمومية السنوية
- أحكام الجمعيات العمومية السنوية للشركات المساهمة العامة والقرارات الخاصة الصادرة منها.
- الضوابط اللازمة لضمان ممارسة المساهمين لحقوقهم .
- ضوابط علاقات المستثمرين في الشركات المساهمة العامة

خلال شهر فبراير 2019 صدر قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (3) لسنة 2019 بشأن تعديل قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم/7 (ر.م.) لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات المساهمة العامة وكانت من أهم التعديلات الواردة به:

- إمكانية استخدام التصويت الإلكتروني باجتماعات الجمعية العمومية للشركة وفقاً للآلية المتبعة لدى الأسواق.
- إمكانية إرسال الدعوة لانعقاد اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين من خلال إرسال رسائل نصية هاتفية.

أولاً: عدد الشركات الخاضعة والغير خاضعة لضوابط الحوكمة

بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة (كامل وجزئي) 85 شركة بنسبة (97.70%) كما بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط ابلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة (كامل وجزئي) 85 شركة بنسبة (97.70%) كما بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بشكل كامل 77 شركة بنسبة (88.51%) في حين بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بشكل جزئي 8 شركة بنسبة (9.20%) أما الشركات غير الملتزمة بتطبيق متطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بلغ عددها 2 شركة حيث يتم متابعتها للتأكد من استيفائها لمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة وتزويد الهيئة بما تم اتخاذه من إجراءات. الحوكمة بشكل كامل 77 شركة بنسبة (88.51%) في حين بلغ عدد الشركات التي التزمت بتزويد الهيئة بمتطلبات تطبيق ضوابط الحوكمة بشكل جزئي 8 شركة بنسبة (9.20%) اتخاذه من إجراءات¹.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سبق ذكره

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الجدول رقم (3): عدد الشركات الخاضعة والغير خاضعة لضوابط الحوكمة

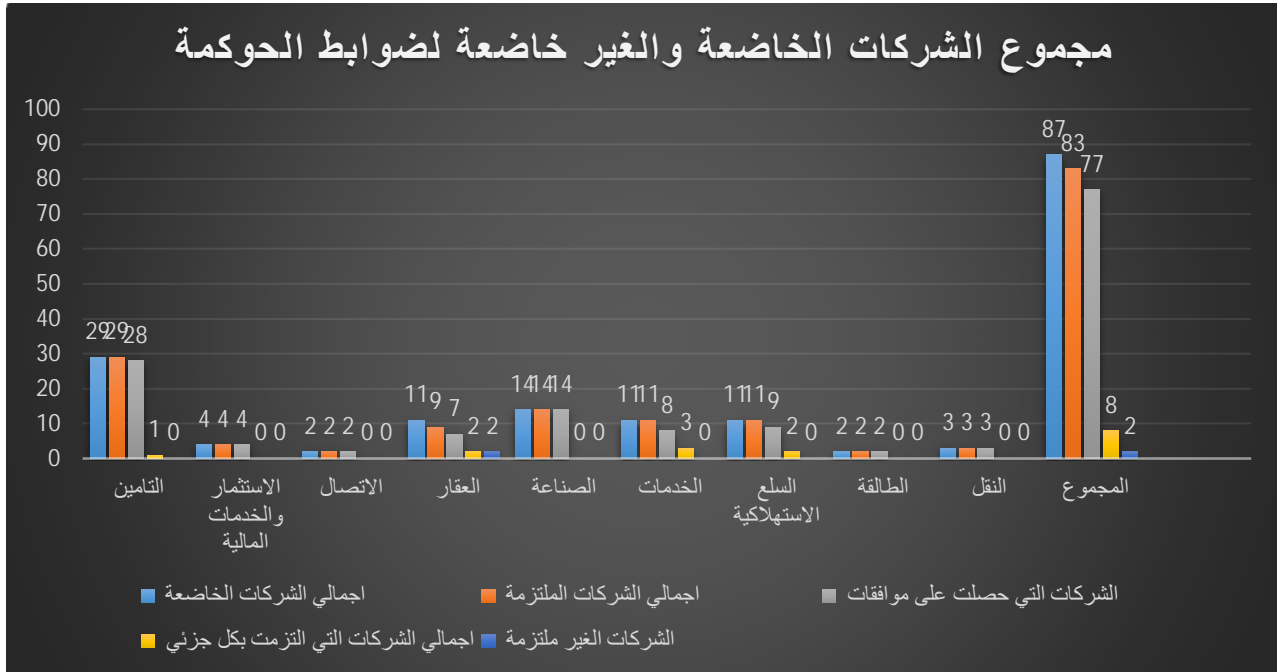
القطاع	اجمالي الشركات الخاضعة	اجمالي الشركات الملتزمة	الشركات التي حصلت على موافقات	اجمالي الشركات التي التزمت بكل جزئي	الشركات الغير ملتزمة
التأمين	29	29	28	01	00
الاستثمار والخدمات المالية	04	04	04	00	00
الاتصال	02	02	02	00	00
العقار	11	09	07	02	02
الصناعة	14	14	14	00	00
الخدمات	11	11	08	03	00
السلع الاستهلاكية	11	11	09	02	00
الطاقة	02	02	02	00	00
النقل	03	03	03	00	00
المجموع	87	83	77	08	02
النسبة المئوية	%100	%97.70	%88.51	9.20%	2.30%

المصدر: التقارير السنوية هيئة الأوراق المالية والسلع للفترة 2010-2019

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

وذلك كما يتضح من المنحنى البياني التالي

الشكل رقم (6): عدد الشركات الخاضعة والغير خاضعة لضوابط الحوكمة



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية والسلع الاماراتي

نلاحظ من خلال الجدول والمنحنى البياني أن إجمالي الشركات الخاضعة من حيث التأمين في هاته القطاعات: الاستثمار والخدمات، الاتصال، العقار، الصناعة، الخدمات، السلع الاستهلاكية، الطاقة، النقل، في تزايد خلال فترة الدراسة فقد بلغت 100% أما بالنسبة لإجمالي الشركات الملتزمة فقد وصلت إلى نسبة 97.70% مقارنة بالشركات التي حصلت على موافقات التي ذات نسبة 88.81% وبالتالي فإن الشركات الغير ملتزمة تراجعت على الشركات الملتزمة وذلك بنسبة 70.50% ومنها نستنتج أن الشركات تلتزم بتطبيق ضوابط الحوكمة.

ثانياً: عدد الشركات الملتزمة بالإفصاح عن تقرير الحوكمة والغير ملتزمة بالتقرير

قامت الهيئة بالتعميم على الشركات المساهمة العامة المحلية المدرجة لدى أسواق الدولة بضرورة إعداد تقرير الحوكمة للعام 2015 حسب النموذج الذي اعتمده الهيئة في هذا الشأن وإتاحته لجميع المساهمين قبل موعد عقد اجتماع الجمعية العمومية للشركة بوقت كاف. ويبلغ عدد الشركات الملتزمة بتطبيق قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم 7/م لسنة 2016 بشأن معايير الانضباط المؤسسي وحكومة الشركات والإفصاح عنها المساهمة العامة (87)، وعدد الشركات التي قامت بإصدار تقرير الحوكمة خلال عام 2016 (87)، مع العلم بأن القرار قد استثنى كافة البنوك والمصارف والشركات المرخصة من المصرف المركزي وكذلك الشركات الأجنبية من تطبيق أحكام هذا القرار.¹

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، متوفر على الموقع: www.sca.gov.ae تاريخ الاطلاع: 2021/05/20.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

كما يتضح من الجدول والشكل البياني التالي:

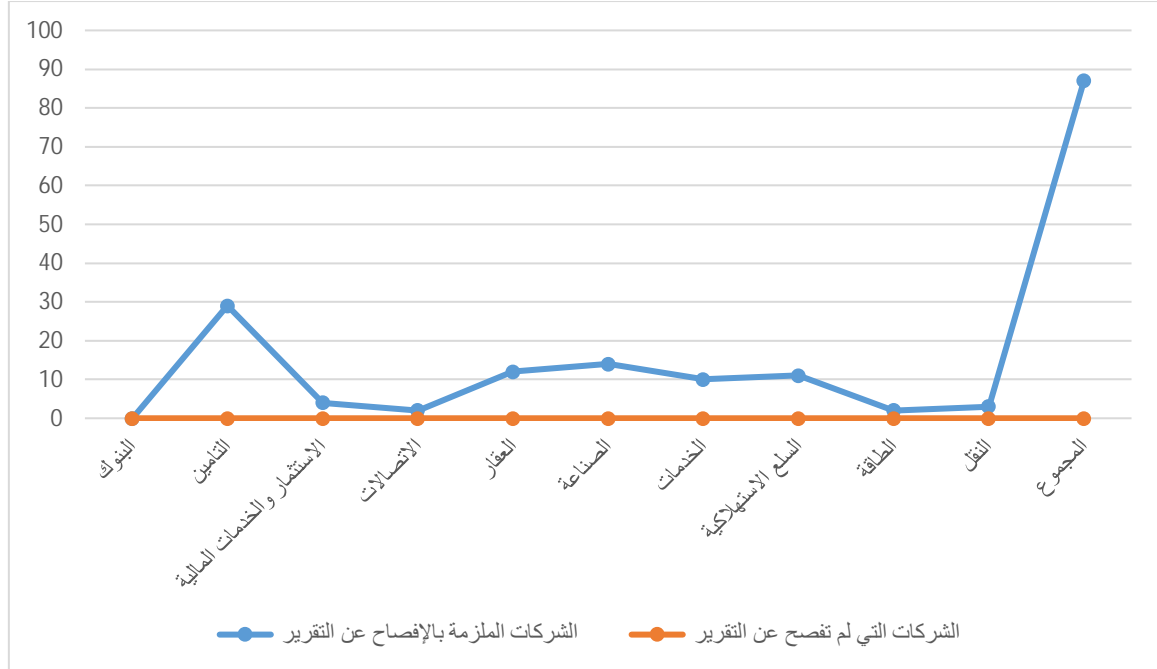
الجدول رقم (4): الشركات الملزمة بالإفصاح والشركات الغير ملزمة

القطاع	الشركات الملزمة بالإفصاح عن التقرير	الشركات التي لم تفصح عن التقرير
البنوك	0	00
التأمين	29	00
الاستثمار والخدمات المالية	04	00
الاتصالات	02	00
العقار	12	00
الصناعة	14	00
الخدمات	10	00
السلع الاستهلاكية	11	00
الطاقة	02	00
النقل	03	00
المجموع	87	00
النسبة المئوية	%100	%00

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الشكل رقم (7): عدد الشركات الملزمة بالإفصاح عن تقرير الحوكمة والغير ملزمة بالتقرير



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن نسبة الشركات الملزمة بالإفصاح عن التقرير بلغت نسبة 100% مقارنة مع الشركات الغير ملزمة بالإفصاح وذلك بنسبة 00% أي مجمل الشركات الملزمة بالإفصاح عن التقرير وذلك من أجل الانضباط المؤسسي وحوكمة الشركات والافصاح عنها.

المبحث الثالث: صناديق الاستثمار ودورها في دعم سوق الأوراق المالية الإماراتي

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

نظراً لنقص المعلومات والبيانات على أنواع الاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية الإماراتي، سنتطرق في هذا المبحث إلى نوع من أنواع الاستثمار المؤسسي الا وهي صناديق الاستثمار، التي تعد من الأدوات الاستثمارية وأهم مؤسسة استثمارية في تحقيق إنجازات متتالية للفترة الممتدة (2010-2019) حيث نجحت أسواق المال الإماراتية في استقطاب العديد من صناديق الاستثمار، وتحولت خلال السنوات القليلة الماضية إلى العمل بهذا النوع من الصناديق في الشرق الأوسط ويساهم عمل صناديق الاستثمار والتي من ضمنها صناديق المؤشرات، في خلق سيولة جديدة في الأسواق المالية إضافة في دورها في زيادة تعمق الأسواق، فضلاً عن قلة المخاطر الناتجة عن الاستثمار فيها مقارنة مع بقية الأدوات الاستثمارية الأخرى، كما أن صناديق المؤشرات المتداولة هي عبارة عن صناديق استثمارية مفتوحة تعتمد في عملها على اتباع حركة مؤشر محدد سواء كانت مؤشرات أسهم او سندات ويجري التداول عليها خلال جلسة التداول، وعلى هذا الأساس يتم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- تطور وعدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي للفترة (2010 – 2019)
- قيمة وجنسية صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي للفترة (2010- 2019)
- مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الإماراتي

المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي

للفترة (2010 – 2019)

الفرع الأول: أهم التطورات في أنظمة وضوابط صناديق الاستثمار خلال

الفترة (2010- 2019)

عملاً على تشجيع تأسيس وترويج المزيد من صناديق الاستثمار بدولة الإمارات لتصبح الدولة بوابة لصناديق الاستثمار بالمنطقة ولتسهيل تطبيق اتفاقيات الاعتراف المتبادل Passporting مع دول مجلس التعاون الخليجي، ومع الدول المتقدمة في الصناعة ولزيادة نسبة الاستثمار المؤسسي في الأسواق بما يعكس إيجاباً على الأسواق وزيادة أحجام الاستثمارات والسيولة، فقد تم العمل على إصدار نظام جديد لصناديق الاستثمار تتمثل أهم ملامحه فيما يلي¹:

- تضمين النظام ملامح صناديق UCITS بالكامل فيما يتعلق بالصناديق المفتوحة.
- إزالة متطلب مساهمة مدير الاستثمار في رأس مال الصندوق Speed capital ، ومتطلبات ترخيص المؤسس.
- حذف مسمى الجمعية العمومية للصندوق.
- إصدار عدد (395) موافقة ترويج صندوق استثمار أجنبي خلال العام 2018 لعدد (19) مروج محلي.

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع، متوفر على الموقع: www.sca.gov.ae

تاريخ الاطلاع: 2021/05/11

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

- إدخال أشكال جديدة من الصناديق لم تكن موجودة : الصندوق الرئيسي / الصندوق المغذي - الصندوق الأساسي / الصناديق الفرعية - الصندوق الذاتي.
- أفراد أحكام تفصيلية للصناديق المتخصصة.
- إدراج مادة تتعلق باندماج صناديق الاستثمار¹.
- إدراج متطلبات ملخص بيانات مستند الطرح KIID مساندة للممارسات العالمية، تفاصيل السياسة الاستثمارية.
- إدخال أشكال جديدة من الصناديق لم تكن موجودة : الصندوق الرئيسي / الصندوق المغذي / الصندوق الأساسي / الصناديق الفرعية / الصندوق الذاتي.

الفرع الثاني: عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي للفترات (2010-2019)

الجدول رقم (1): عدد صناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية الإماراتي للفترة 2010-2019

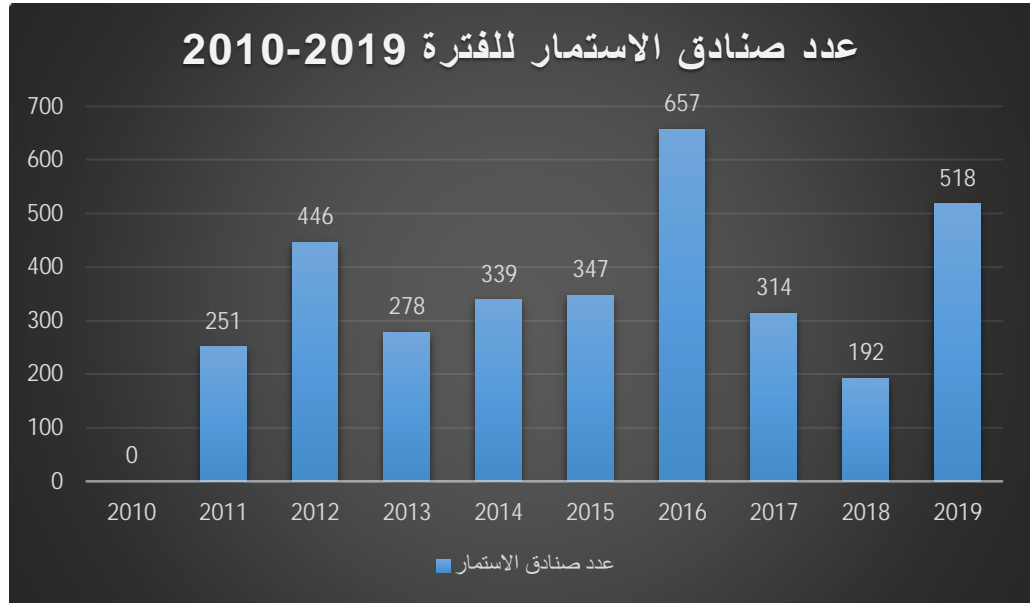
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
عدد صناديق الاستثمار	غير متوفر	251	446	278	339	374	657	314	192	518

المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتي للفترة 2010-2019

¹هيئة الأوراق المالية والسلع، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الشكل رقم (1): عدد صناديق الاستثمار لسوق الإمارات للفترة 2010- 2019



المصدر: التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية والسلع للسنوات 2010- 2019

نلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه تطور صناديق الاستثمار للسوق الأوراق المالية الإماراتي للفترة 2010- 2019 من حيث عدد صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية داخل السوق الإماراتي حيث كانت في 2010 غير متوفرة وشهدت ارتفاعا نسبيا سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 حيث بلغت عدد الصناديق الإجمالي 446 صندوق سنة 2012 مقارنة ب 251 صندوق سنة 2011 ثم انخفضت سنة 2013 ب 278 صندوق ثم ارتفعت في سنة 2014 و 2015 إلى 347 صندوق أما بالنسبة لسنة 2016 فارتفع عدد الصناديق ارتفاعا ملحوظا وذلك ب 657 صندوق وهذا راجع إلى ارتفاع معدل الاستثمار في تلك السنة حيث بدأ في الانخفاض في سنة 2017 ب 314 صندوق ثم في سنة 2018 فترجع عدد الصناديق إلى 192 ثم ارتفعت في سنة 2019 إلى 518 صندوق وهذا راجع إلى أن الاستثمار في هاته المراحل السنوية متذبذب من حيث عدد الصناديق.

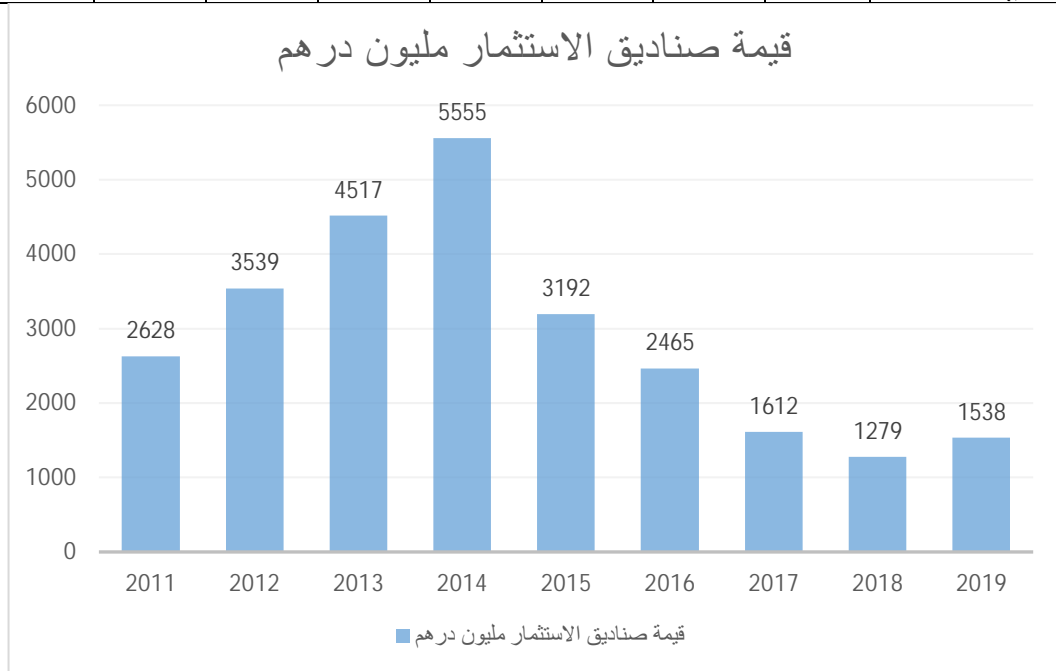
الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

المطلب الثاني: قيمة وجنسية صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي للفترة
(2010- 2019)

الفرع الأول: قيمة صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي

الجدول رقم (2): قيمة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي لفترة (2010-2019)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
قيمة صناديق الاستثمار (مليون درهم)	غير متوفرة	2628	3539	4517	5555	3192	2465	1612	1279	1538



المصدر: من إعداد الطلبة بناء على التقارير السنوية لهيئة السوق المالية الإماراتي للسنوات
(2010-2019)

من خلال الجدول والشكل نلاحظ أنه في بداية الدراسة شهدت قيمة صناديق الاستثمار تذبذب من سنة لأخرى فقد كانت قيمته غير متوفرة في سنة 2010 فانخفضت نوعا ما في سنة 2011 وذل بقيمة 2628 مليون درهم ثم ارتفعت إلى 3539 مليون درهم سنة 2012 أما في سنة 2013 فارتفعت قيمة الصناديق إلى 4517 مليون درهم، أما خلال سنة 2014 فارتفعت ارتفاع مدهل جدا حيث بلغت قيمتها 5555 مليون درهم فقد شهدت انخفاضا نوعا ما خلال سنة 2015 بلغت قيمتها 3192 مليون درهم لينخفض أكثر في سنة 2016 وتصل 2465 مليون وينخفض مرة أخرى سنة 2017 إلى 1612 مليون وينخفض أكثر سنة 2018 إلى 1279 مليون ويرتفع نوعا ما إلى 1538 مليون سنة 2019 وبهذه القيمة فإن صناديق الاستثمار تلعب دورا هاما وحيويا في توازن سوق الأوراق المالية لأنها تستطيع التحكم في توازن وتنشيط هاته السوق، وبالتالي نستنتج أن معدل قيمة صناديق الاستثمار في تذبذب من سنة إلى أخرى ولكن هناك زيادة في بعض السنوات وهذا إن دل على شيء فإنه يدل على تراجع أداء السوق وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية لذلك جعل قيمة صناديق الاستثمار في تدهور .

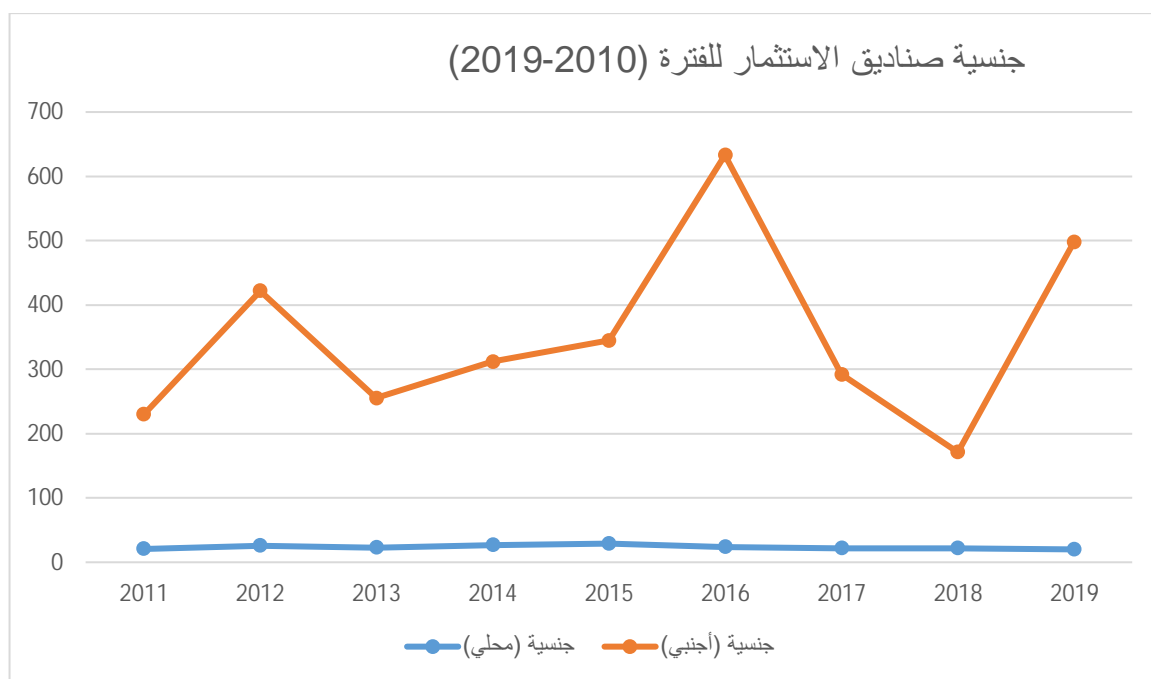
الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

الفرع الثاني: جنسية صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي للفترة (2010-2019)

الجدول رقم (3): جنسية صناديق الاستثمار الإماراتي

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
جنسية (محلي)	لا توجد	21	26	23	27	29	24	22	22	20
جنسية (أجنبي)	لا توجد	230	422	255	312	345	633	292	171	498

الشكل رقم (03): جنسية صناديق الاستثمار للفترة (2019/2010)



المصدر: من إعداد الطلبة بناء على التقارير السنوية لهيئة السوق المالية الإماراتي للسنوات (2010-2019)

من خلال الجدول والمنحنى البياني نلاحظ أن جنسية صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي تختلف من سنة لأخرى حيث أن في سنة 2010 لا توجد صناديق الاستثمار سواء أكانت محلية أو أجنبية، وفي سنة 2011 فالصناديق المحلية قدرت ب 21 صندوق والأجنبية قدرت ب 230 صندوق، أما في سنة 2012 فارتفعت الصناديق الأجنبية إلى 422 صندوق والمحلية إلى 26 صندوق فانخفضت في سنة 2013 فوصلت المحلية إلى 23 والأجنبية إلى 255 وفي سنة 2014 فارتفعت نوعاً ما الأجنبية فأصبحت 312 والمحلية 27، ففي 2015 أصبح المحلي 29 والأجنبي 345، وفي سنة 2016 فالأجنبية ارتفعت ارتفاعاً مدهلاً أي ما يعادل 633 أما بالنسبة للمحلي انخفض إلى 24، وفي 2017 فتراجعت سواء المحلية أو الأجنبية حيث أصبحت 22 و292 على التوالي وفي سنة 2018 أصبح المحلي كما ه الحال في 2017 أما الأجنبي أصبح 171، وفي سنة 2019 فالمحلي أصبح 20 والأجنبي ارتفع إلى 498 صندوق، ومن هنا نستنتج أن الاستثمار الأجنبي تغلب على الاستثمار المحلي وهذا راجع إلى الدور الذي لعبته

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

صناديق الاستثمار في دخول المستثمر الأجنبي الذي كان لا يحق له الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي .

المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الإماراتي

تضع الصناديق مجموعة من الأهداف التي تُلبي متطلبات المستثمرين، وتتناسب مع مستويات المخاطر المقبولة لديهم ومتطلبات الاستثمار. وبناءً على الأهداف المحددة للصندوق يتبع مدير الصندوق سياسة واستراتيجية استثمارية معينة ترمي إلى تحقيق هذه الأهداف، لذلك تختلف الأوراق المالية التي تُشكل أصول هذه الصناديق باختلاف أهدافها وطبيعة تحسين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية حيث تشجع حكومة الإمارات على زيادة في نسبة الاستثمارات المؤسسية في سوق الأوراق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية كأحد الأهداف الاستراتيجية للهيئة وتعزيز الوعي العام بمبادئ الحوكمة والافصاح لدى المستثمرين المؤسسين بالأخص في صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين أداء أسواق الأوراق المالية من حيث الكفاءة

تعد صناديق الاستثمار من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعنى بدور كبير في تنشيط أسواق الأوراق المالية في الدول التي انشأت فيها وذلك من خلال ما توفره من فرصة للأشخاص الذين ليس لهم موارد مالية كافية أو ليس لديهم الخبرة أو ليس لديهم الوقت الكافي لدخول سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال ما تطرحه من وثائق الاستثمار في السوق والدور الهام الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية وزيادة تفعيلها وحسب خبراء اقتصاديون في المجال كفاءة سوق الاستثمار تتجسد في النقاط التالية:¹

- أهمية تنشيط دور سوق الاستثمار في إنعاش تداولات أسواق الأوراق المالية وتحقيق قفزات نوعية في مستوى تدفقات السيولة لا سيما أن الأسهم الإماراتية تتداول عند مستويات سعرية جاذبة ما يجعلها فرصة جيدة للاستثمار المؤسسي من قبل الصناديق والمحافظ الاستثمارية الأجنبية والمحلية.
- أن غياب حجم مشاركة الصناديق في سوق الاستثمار المؤسسي يؤثر كثيراً على تطور الأسواق وإعطائها مزيداً من العمق والنضج، في وقت تصل فيه مشاركة الصناديق في الأسواق العالمية إلى أكثر من 85%.
- يعتمد سوق الاستثمار في تمويله على مجموعة من المساهمين الذين يُتاجرون في مُمتلكات مُتنوعة، ويجب أن تُدار هذه الصناديق بطريقة احترافية، حيث تعتمد على وجود خبراء ماليين؛ لاستثمار الأموال الخاصة في الأفراد ضمن أكثر من شركة مُتنوعة لتحقيق أرباح في أسواق الأوراق المالية مما يدير بعملية عكسية تنشيط سوق الأوراق المالية بطريقة مباشرة.
- تساعد صناديق الاستثمار في تدعيم سوق الأوراق المالية الإماراتي نظراً لتداوله بكثرة مؤخر حسب إحصائيات خبراء حيث تتزايد عدد صناديق الاستثمار حسب كفاءتها في الأسواق المالية للإمارات وسهولة التداول بها عبر المنصة لسوق الأوراق المالية.

¹ تنشيط صناديق الاستثمار ضرورة لإنعاش أسواق الأسهم المحلية، مجلة البيان:

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

- ان وجود المزيد من الصناديق والمؤسسات الفاعلة في الأسواق المالية سيشجع العديد من الشركات على طرح أسهمها والتحول إلى شركات مساهمة عامة، وهو ما شهدناه من خلال مساهمة المؤسسات الكبيرة للمؤسسات في طرحي «إعمار للتطوير» و«أدنوك للتوزيع» من صناديق محلية وعالمية. وهذا يعتبر كتشجيع لكفاءة صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الإماراتي
- زيادة إقبال الصناديق والمؤسسات على الأسهم الإماراتية لا سيما أن الأوضاع الاقتصادية الجيدة تشكل عاملاً داعماً لأسواق الأسهم، فضلاً عن التوقعات بتحقيق الشركات المدرجة معدلات ربحية جيدة، ما سيضع أسواق الأوراق المالية الإماراتية في موقع تنافسي أفضل مقارنة بأسواق الأسهم الناشئة الأخرى.

الفرع الثاني: مساهمة صناديق الاستثمار في تحسين أداء أسواق الأوراق المالية من خلال دعم تطبيق الحوكمة

الحوكمة هي الأساليب التي تدبر بها الصناديق أعمالها من خلال مجلس إدارة السوق إذ هي تقوم على النظام يتم بموجبه على إدارة السوق فهي استراتيجية واضحة الكفاءة والفعالية لتجاوب أسواق حوكمة السوق تكون ذو شفافية ووضوح التزاما بالصناديق مما يزيد من اعتماد المستخدمين فالحوكمة تقوم على العمل على مجلس إدارة في تحقيق الحماية لحقوق المساهمين ولأموالهم ولتنفيذ الحوكمة تتسم بمحددات في الصناديق منها المحددات الداخلية والمحددات الخارجية و في إطار سعي هيئة الأوراق المالية والسلع لتطوير النظام الإشرافي والرقابي ليضاهي أفضل المعايير والممارسات الدولية للارتقاء بقطاع الأوراق المالية في الدولة وتنظيمه، صدر قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة رقم (09/ر. م) بشأن اعتماد دليل حوكمة الاستثمار في وصف العناصر الرئيسية لنظام اتخاذ القرار والرقابة المستخدم في استثمار أصول الصندوق. بعد ذلك، يمتد التعريف إلى تعريف حوكمة صناديق الاستثمار لأن هذا يتعلق بالتحديد في التداول في سوق الأوراق المالية الإماراتي للاستثمار المؤسسي، تصف "الحوكمة" نظام صنع القرار والرقابة المستخدم في استثمار أصول الصندوق. تقع مسؤولية هذا الدور على عاتق الجهات الامنية مثل مجلس الإدارة والإدارة الذين يواجهون مشكلات رفيعة المستوى (والتي سيتحملون المسؤولية عنها عادة) وإجراءات تنفيذ أكثر تفصيلاً (حيث من المحتمل أن يتم تفويضهم للآخرين والأمناء. يصبح دور مراقبة تلك الإجراءات). باختصار، تستخدم حوكمة الاستثمار في المهارات والموارد والعمليات لخلق قيمة صناديق الاستثمار ودورها الهام في تنشيط أداء أسواق الأوراق المالية.¹

ويمثل القرار نقلة نوعية في تطوير منظومة حوكمة الاستثمار، حيث يرسم إطار عمل قانوني ونظامي واضح وفعال لتنظيم شؤون صناديق الاستثمار بما يضمن حقوق جميع أصحاب رؤوس الأموال والمستثمرين فيها، فضلاً عن أنه يسهم في تعزيز الدور الرقابي للهيئة.

تعتبر ميزانية الحوكمة المناسبة، في أبسط صورها، شرطاً مسبقاً لاستراتيجية استثمار فعالة، مع الاعتراف بالحدود التي يفرضها حجم الصندوق والموارد المخصصة بما في ذلك الوقت والخبرة. بشكل عام، تعتبر ميزانية الحوكمة أيضاً أداة استراتيجية يتم وضعها وفقاً لطموحات المؤسسة المستثمرة

¹ هيئة الأوراق المالية والسلع-الإمارات: موقع: <https://www.bayut.com>

تاريخ الاطلاع: 2021/05/27

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

فيما يتعلق بمهمتها وأهدافها الاستثمارية الطويلة الأجل. أو قصيرة الأجل حسب أصول الصندوق والمستثمر فيه.

يعد القياس والمراقبة المنتظمة للمخاطر الرئيسية أمرًا ضروريًا لتمكين المؤسسة المستثمرة من اتخاذ قرارات مستنيرة في الوقت المناسب، مما يؤدي في النهاية إلى إدارة أكثر كفاءة لأصولها. يجب أن يكون لدى مجلس الإدارة والإدارة مقاييس أساسية متاحة لهما، مثل التوزيع الإجمالي للأصول بالنسبة للتخصيصات الاستراتيجية، وأداء ومخاطر الحافظة الإجمالية ومديريها الأساسيين، بالإضافة إلى المراجعات النوعية لمديري الصناديق الخارجيين في سوق الأوراق المالية الإماراتي.

ويركز دليل حوكمة صناديق الاستثمار على تطبيق المواد الواردة به؛ حيث يُتوقع من جميع مديري صناديق الاستثمار الأساسيين الامتثال للنظام. وتشرف الهيئة على تطبيق الدليل باعتبارها الجهة المنظمة للسوق المالي وجميع التداولات التي تتم من خلاله. وتتكون الأركان الرئيسية للحوكمة في الإنصاف والإفصاح والشفافية والمسؤولية.

كما تقر الهيئة ان تعتمد قدرة المؤسسة المستثمرة على إدارة استراتيجية الاستثمار بشكل حيوي على وجود طريقة قوية لرصد التقدم المحرز مقابل الاستراتيجية طويلة الأجل ومستوى المخاطر الملازمة للمحفظة. في حين يتم تعيين استراتيجية الاستثمار عادةً على المدى الطويل، فهناك أوقات قد يتم فيها تخصيص مخصصات ديناميكية أو تكتيكية لتعكس فرص أو تهديدات السوق الحالية. حيث تركز الهيئة على عدم تحمل مسؤولية أي تهديد مالي خلال عملية التداول سواء كان ربح أو خسارة.

تعكس إرشادات الحوكمة هذه المشكلات المحددة المتعلقة بإدارة الأموال الاحتياطية لمؤسسات استثمارية. وهي تعكس حقيقة أن الأهداف المتعلقة باستثمار هذه الصناديق تختلف عادة، وغالبًا ما تكون كبيرة، عن الأهداف الخاصة باستثمار مخصصات إضافية (غالبًا ما يشار إليها باسم "الربح السريع"). ومع ذلك، فإن العديد من مبادئ حوكمة الاستثمار الجيدة - مثل الاسهم المناسبة، وصنع القرار ومراجعة الأقران، والنظر في المخاطر، وإعداد التقارير، وما إلى ذلك. يعمل في صالح المستثمر أو الإداريين الأساسيين للصندوق حيث يضمن له حق المشاركة والاستمرارية داخل سوق الأوراق المالية الإماراتي.

الفصل الثالث: واقع الاستثمار المؤسسي في أسواق الأوراق المالية الإماراتي ودوره في دعم أداء السوق

خلاصة الفصل:

مر الاقتصاد الإماراتي بمراحل عديدة في تطوره، حيث أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسساتي إلا في نهاية التسعينيات على إثر تبني الإمارات لسياسة السوق الحر وما نتج عنها من تزايد في عدد شركات المساهمة بشكل ملحوظ، وقد صدر نظام السوق المالية الإماراتي الذي ينص على إعادة هيكلة السوق المالية الإماراتي الذي نص على إعادة هيكلة السوق المالية الإماراتي على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهيكل والمؤسسات التنظيمية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها والمهام الموكلة لها، كما أوصى النظام بإنشاء هيئة عامة للإشراف على إدارة السوق المحلية على أن ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء مع تمتعها بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، إلى جانب تمتعها بكافة الصلاحيات المخولة لها سميت بهيئة السوق المالية.

وقد واكبت التطورات التشريعية والتنظيمية التي شهدتها سوق الأوراق المالية تطورات مماثلة في جانب الأداء التشغيلي للسوق من حيث عدد الشركات المدرجة والمسجلة في البورصة والذي يؤدي إلى توسيع القاعدة الاستثمارية للسوق وتنشيط التعامل بالأوراق المالية وتؤكد هيئة السوق المالية من التزام الشركات بالإفصاح عن أي تطور أو حدث تتعرض له وذلك بإعلانه على موقع تداول وفق المتطلبات التي أقرتها الهيئة لهيئة بالإضافة إلى تطور مؤشرات السيولة والتداول، كما تبين أن الهيئة قد حققت نتائج إيجابية في معالجة كاوي المستثمرين وانخفاض عددها وهذا يدل على تمكنها من حماية وتوعية المستثمرين من الممارسات الغير سليمة والتي تنطوي على غش أو تلاعب، ويساهم الاستثمار المؤسسي في سوق الأوراق المالية الإماراتي بشكل كبير في تطوير مستوى الكفاءة والنضج فيها.

وعندما ننظر إلى واقع سوق الأوراق المالية الإماراتي مع الأخذ بعين الاعتبار المؤشرات والتطورات الاقتصادية والسياسية فإنه يمكن وضع اللمسات الأولى حول مدى كفاءة الاستثمار المؤسسي في الحد من مستوى التذبذب السعري لصناديق الاستثمار والشركات المدرجة وتعزيز أداء السوق.

وتبين أيضا في هذه الدراسة أن المستثمر الفرد أكثر تذبذب بطبعه من المستثمر المؤسسي لذلك تبنت هيئة السوق المالية عددا من المبادرات الاستراتيجية لتنفيذها خلال السنوات المقبلة، حيث اعتمد مجلس الهيئة على خطة استراتيجية للأعوام (2010/2019) تستهدف توسيع قاعدة الاستثمار المؤسسي في السوق، إذ تتميز الأسواق التي توجد بها شريحة واسعة من فئة المستثمر المؤسسي بانخفاض مستوى التذبذب وارتفاع مستوى الكفاءة في أسواقها ويدعم ممارسات الحوكمة في تلك الشركات وزيادة شفافيتها.



الخاتمة العامة



الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

إن أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع الموارد المالية وتوجيهها نحو قنوات استثمارية منتجة تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي بذلك تلعب دورا مهما في تمويل التنمية الاقتصادية.

يعد سوق الأوراق المالية عبارة عن قناة يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية للجهات التي لها عجز واحتياج، وبالتالي فهي تسعى لتحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى عدة أقسام وهي السوق الأولية والسوق الثانوية، بالإضافة إلى السوق الثالثة والسوق الرابعة، كما تبين أنها تقوم بعدة وظائف وتخضع لتنظيم متكامل حيث أنها تسير وفق هيئات خاصة ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال الأوامر الموجهة إليهم بالبيع والشراء ويتداول فيها عدة أدوات متمثلة في أوراق الملكية "الأسهم" و أوراق الدين "السندات" بالإضافة إلى المشتقات المالية والأوراق المهجنة.

وقد أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض، فقد زاد ذلك من أهمية الاستثمار المالي في تطوير وتحسين اقتصاديات الدول بشكل عام والاستثمار المؤسسي بشكل خاص، حيث يعد الاستثمار المؤسسي أحد أنواع الاستثمارات المهمة التي يجب أن تمنح لها اهتمام كبير، نظرا لثمنه بمجموعة من المزايا التي تفضله عن الاستثمار الشخصي، ومن خلال المكانة الهامة التي أصبح المستثمرون المؤسسون يحتلون عليها على الصعيد الدولي، برز دورهم الأساسي كأهم المتعاملين في بورصة الأوراق المالية وذلك باعتبار أن قراراتهم الاستثمارية غير عشوائية، بل يعتمد في قراراتهم على معايير اقتصادية ومالية وبذلك يساهم المستثمر المؤسسي في رفع كفاءة ونضج أي سوق مالي، كما يساهم في تحسين السيولة في أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال تطوير وظيفة صناع السوق الأمر الذي يقلل بشكل كبير من تأثير الأزمات المالية وحماية السوق من المضاربات، كما يساهم الاستثمار المؤسسي في التأثير على حوكمة المؤسسات وذلك من خلال تأثيره الواضح على تسيير المؤسسات التي يمتلك فيها المستثمر المؤسسي حصصا معتبرة من رأس المال، حيث يرفع من أداءها ويرفع من القيمة السوقية للمؤسسة، كل ذلك عزز وزاد من دوره المهم في تطوير أسواق الأوراق المالية.

1. اختيار صحة الفرضيات:

*** الفرضية الأولى:** تساهم الهيئات المنظمة من خلال مهامها التنظيمية والإشرافية في تطوير سوق الأوراق المالية، من خلال الدراسة تم إثبات صحة هذه الفرضية، حيث تبين أن سوق الأوراق المالية تدار وتنظم وفق هيئات مسؤولة عن حماية المستثمرين ومن أبرز المهام التي تسعى إلى تحقيقها هو تحقيق الكفاءة وضمن الشفافية والإفصاح اللازمين وتزويد المستثمر بكافة المعلومات الضرورية التي يحتاجها عند اتخاذ قراره الاستثماري الأمر الذي يساهم في تطوير سوق الأوراق المالية

*** الفرضية الثانية:** للاستثمار المؤسسي دور فعال في تطوير أسواق الأوراق المالية من خلال تحسين الكفاءة وزيادة السيولة وتقليل التذبذب في الأسعار، وقد تم إثبات صحة هذه الفرضية من خلال الدراسة حيث أن قرارات المستثمر المؤسسي تكون غير عشوائية في بورصة الأوراق المالية بل مبنية على معايير مالية واقتصادية مسبقة وبذلك يساهم في رفع كفاءة ونضج سوق الأوراق المالية، كما يساهم في تحسين السيولة وذلك من خلال تطوير وظيفة صناع السوق الأمر الذي يقلل من تأثير الأزمات المالية، كما يساهم في التقليل من التذبذب في الأسعار مقارنة بالمستثمر الفرد.

*** الفرضية الثالثة:** عرفت سوق الأوراق المالية الإماراتي تحسن في أدائها نتيجة لجهود هيئة السوق المالية في تعزيز الجانب التشريعي والتنظيمي وإعطاء أهمية للاستثمار المؤسسي، وقد تم إثبات صحة

الخاتمة العامة

هذه الفرضية وتبين ذلك من خلال الإطار التشريعي والتنظيمي التي أعطته هيئة السوق المالية أهمية بالغة وركزت عليه من حيث تطور وتجديد القوانين واللوائح التنظيمية بالإضافة إلى تركيزها على استراتيجية تستهدف توسيع قاعدة الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإماراتي، وذلك عن طريق صناديق الاستثمار التي لها الدور الأساسي والفعال في الاستثمار المؤسسي ومدى مساهمتها في تحسين أداء الأسواق المالية الإماراتية، وذلك من خلال التعرف على قيمة وجنسية صناديق الاستثمار في السوق.

*نتائج الدراسة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى النتائج الموالية:

- سوق الأوراق المالية هي عبارة عن آلية يتم بموجبها الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل معين حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسواق والسندات داخل السوق وذلك عن طريق الوسطاء.
- يتداول في سوق الأوراق المالية كل من الأسهم والسندات بالإضافة إلى المشتقات المالية التي تلعب دوراً مهماً في تغطية المخاطر وأيضاً الأوراق المهجنة.
- تمتاز سوق الأوراق المالية بعدة خصائص أهمها المرونة والتجانس وتقوم بعدة وظائف من شأنها المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.
- تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين أساسيين، السوق الأولي (سوق الإصدار) السوق الثانوي (سوق التداول) وهذا الأخير يقسم إلى سوق منظم وسوق غير منظم.
- شهدت سوق الأوراق المالية الإماراتي تطورات ملحوظة على المستوى التنظيمي والتشريعي والتنظيمي خلال السنوات الأخيرة بالإضافة إلى تطور مؤشرات أدائها التشغيلي مثل عدد الشركات ومدى التزامها بالإفصاح، والتداول والسيولة وحماية المستثمرين فهي بذلك تكون قد حققت قفزة نوعية نحو التقدم.
- الاستثمار المالي هو ذلك الاستثمار المتعلق بالأسواق والسندات وغيرها من أدوات مالية أخرى ويقوم المستثمر (طبيعي - معنوي) بشراء حصة في رأس المال أو القرض من أجل تحقيق عائد في ظل المخاطرة.
- الاستثمار المؤسسي هو عبارة عن عمليات المتاجرة بالأدوات المالية التي تقوم به المؤسسات المالية الوسيطة وغير الوسيطة ويعتمد هذا الاستثمار في قراراته الاستثمارية على دراسات تقويم أسواق الشركات المدرجة أخذاً في عين الاعتبار الأوضاع الاقتصادية.
- هناك عدة فروقات واختلافات بين المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسسين ومن أهمها نجد:
 - يتمتع المستثمر الشخصي بحرية أكبر في مجال الاستثمار بينما يخضع المستثمر المؤسسي لقيود تنظيمية وتشريعية عديدة.
 - إن المستثمر الشخصي يعتمد في الاستثمار عن الإشاعات وتوقيت الدخول والخروج السريعين أما المستثمر المؤسسي فهو يستند على المعلومات الأساسية وجوانب الإفصاح والشفافية.
 - تعد الضرائب أكثر الاعتبارات أهمية للمستثمرين الأشخاص غالباً بينما العديد من المؤسسات بعيدة عن هذا الاعتبار.
 - للاستثمار المؤسسي عدة تصنيفات أو مؤسسات وهي صناديق الاستثمار المشترك، شركة التأمين المصارف المتخصصة، المصارف الشاملة، وحدات الثقة في المصارف، صناديق التقاعد، صناديق الأوقاف.
 - من خلال المكانة الهمة التي أصبح المستثمرون المؤسسون يحتلونها على الصعيد الدولي ظهر تأثيرهم الواضح على تسيير المؤسسات التي يمتلكون فيها حصصاً معتبرة من رأس المال.

الخاتمة العامة

- يساهم المستثمر المؤسسي في رفع كفاءة ونضج سوق الأوراق المالية باعتباره يعتمد على معايير اقتصادية ومالية وغير عشوائية، كما يساهم في تحسين السيولة من خلال تطوير وظيفة صناع السوق، الأمر الذي يقلل من تأثير الازمات المالية وحماية السوق من المضاربين.
- تبني هيئة السوق المالية في سوق الأوراق الاماراتي خطة استراتيجية للأعوام المقبلة (2010-2019) تستهدف من خلالها تطوير سوق الأوراق المالية الاماراتي إذ تتميز الأسواق التي بها شريحة واسعة من فئة المستثمر المؤسسي بانخفاض مستوى الكفاءة فيها.

3/الاقتراحات:

اعتمادا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من هذه الاقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي مازالت تقف أمام تطور سوق الأوراق المالية ونشاطها وذلك من خلال:

- تعزيز الشفافية والافصاح وذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة أسبوعية أو شهرية أو سنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار.
- استكمال الإطار التشريعي وذلك من خلال سن القوانين والتشريعات اللازمة ويأتي في مقدمتها قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية، اللوائح التنفيذية بالإضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار والضريبة المتعلقة بالأوراق المالية لسوق الأوراق المالية الاماراتي.
- تشجيع زيادة صناديق الاستثمار، فهذه الصناديق تتداول في أسواق الأوراق المالية ولها دور كبير في الأسواق العالمية.
- تشجيع الادخار وتوجيهه نحو سوق الأوراق المالية من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة.
- العمل على تبني وإنجاز مشاريع مستقبلية من شأنها تعزيز دور الاستثمار المؤسسي وتوسيع قاعدته في الجزائر اقتداء بسوق الأوراق المالية الاماراتي والخطط الاستراتيجية التي حددت وخططت لمعالمتها وستشرع في البدء فيها من خلال السنوات (2010/2019).

4/آفاق البحث:

رغم الجهد المبذول في إعداد وإتمام هذا البحث إلا أنه لا يخلو من النقائص بسبب تعقيد الموضوع، لهذا نفتح المجال أمام الزملاء الطلبة لتناول هذا الموضوع من منظور آخر، كما ننوه أنه أثناء دراسة الموضوع تم التطرق إلى العديد من النقاط المهمة التي قد تكون مواضيع لبحوث مستقبلية مثل:

- ◀ الاستثمار المؤسسي ومساهمته في تطوير أسواق الأوراق المالية.
- ◀ المضاربة وأثرها على كفاءة أسواق الأوراق المالية.
- ◀ تطوير الاستثمار المؤسسي دراسة حالة دولة «الامارات العربية».



قائمة

المراجع



قائمة المراجع

أولاً: الكتب:

أ/ باللغة العربية:

- 1) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: الأهمية، السبل مقترحات النجاح. عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، 2003.
- 2) عبد الغفار حنفي. رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية الإسكندرية. د.ط.
- 3) كمال توفيق خطاب. نحو سوق مالية إسلامية طبعة تمهيدية - جامعة اليرموك اربد الأردن. د 3 بتصرف.
- 4) عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
- 5) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998،
- 6) عاطف وليم اندراوس - أسواق الأوراق المالية - بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرر المالي ومتطلبات تطويرها - دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2008.
- 7) فيصل محمود الشواوة - الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية. دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2008.
- 8) حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-ادواتها المشتقة)، دار الكندي، عمان، 2002.
- 9) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 10) طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 11) مصطفى رشيد شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993.
- 12) هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمار والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2003.
- 13) محمود امين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من السوق، دار الوفاء لدينا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.

قائمة المراجع

- 14) جون وايت، الاستثمار في السندات والأسهم، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة 2003.
- 15) مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعلمية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، دون ذكر النشر، 1967.
- 16) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجمال العيد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 17) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 18) عبد النافع عبد الله الزوري وغاري فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001..
- 19) سعيد توفيق عبيد: الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1998.
- 20) ضياء مجيد موساوي، البورصات (أوراق المال وادواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005،
- 21) مروان عطرون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال) أدوات واليات نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر الجزء الأول. 1993.
- 22) محمد صالح الحناوي وآخرون، مقدمة في المال والاعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 23) محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحالي الحقوقية بيروت، 2004.
- 24) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر عمان، 2005.
- 25) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
- 26) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2008.
- 27) حمد صالح السيف، دور اتحاد الشركات الاستثمارية في تفعيل انشاء هيئة أسواق المال في دولة الكويت، ورقة مقدمة لمؤتمر الثاني: تطوير سوق راس المال في الكويت، - مروع هيئة أسواق المال - الكويت، 2008.
- 28) رمزي شاكر مستجير، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، 2010.

قائمة المراجع

- 29) عمار زودة، تطور أداء أسواق الأوراق المالية العربية، معوقات نموها ومرتكزات تطويرها، دراسة تحليلية للفترة (2010/2009)، جامعة باتنة 1- الجزائر..
- 30) منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق راس المال، منشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 2002.
- 31) فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية (فنون الاستثمار في البورصة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- 32) عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، 2008.
- 33) طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، دون ذكر دار النشر، 2005.
- 34) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 35) أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 36) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
- 37) كامل دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 38) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 39) عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية مدخل (اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 40) شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- 41) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، (الإطار النظري والتطبيقات العلمية)، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
- 42) صلاح الدين محمد أمين الامام، إجراءات تجنب آثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، المؤتمر العلمي الثالث لكلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الاسراء الخاصة، 2007/2006.

قائمة المراجع

- 43) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 44) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية.
- 45) سليمان احمد اللوزي، إدارة البنوك، دار الفكر، الأردن، دون ذكر سنة النشر.
- 46) حسن محمد حسين سمحان، دراسات في الإدارة المالية الإسلامية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2011.
- 47) متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر موزعون ومفكرون، عمان، 2010.
- 48) ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وادواتها)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
- 49) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة، البورصة المصرية والأمريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 50) علاء ابن ثابت بن جاب الله، المستثمرون المؤسسون ببورصة الأوراق المالية ودورهم على التأثير على حوكمة المؤسسات، مداخلة في الملتقى العلمي الدولي: سياسيات التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات /دراسة حالة الجزائر، الدول النامية جامعة محمد خيضر، بسكرة 21.22. نوفمبر، 2006.

ب/ الكتب باللغة الأجنبية:

- 1-A. CHOINEL، G. Royer، Les Marches Financiers Structurer Et Acteurs ،Revue banque، Paris ، 2 édition ، 1997 ، P 35.
- 2-B-LAGET, Les Nouveaux Outils Financiers, Top édition, Paris, 1990, P :18.

ثانيا: المذكرات والرسائل الجامعية:

1. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة الماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي جامعة باتنة 2007/2006.

قائمة المراجع

2. عبد الرحمان بن عزوز ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية (مع الإشارة لحالة بورصة تونس)، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية تخصص إدارة مالية جامعة قسنطينة، 2012/2011.
3. يوسف "أحمد جمال الدين" فتحي أحمد، دور المستثمر المؤسسي في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد، جامعة القاهرة، 2014.
4. أياد فلاح حسن الزبيدي، دراسة اقتصادية مقارنة لتطوير الأداء الاقتصادي للسوق المالي العراقي، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، 2010/2009.
5. سمية بلجالية، أثر التضخم على عوائد الأسهم (دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان (2006-1996))، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، قسم علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2009م.
6. عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الاسهم بالاعتماد على التحليل الفني: دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في Cac40، رسالة مقدمة لنيل شهادةالماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة 2010، 2011.
7. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية -، اطروحة دكتوراه، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر (03)، 2012/2011.
8. بن حسين بن اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية -، أطروحة دكتوراه، (غير منشورة)، في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك مالية، جامعة ابي بكر بلقيس، تلمسان، 2013-2012.
9. غربة محمد نجيب أبو عمر، تقييم تجربة بالنل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، تخصص إدارة اعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008.

ثالثاً: المجالات:

- 1- تنشيط صناديق الاستثمار ضرورة لإنعاش أسواق الأسهم المحلية، مجلة البيان: De albaYan .ae, propose par Google تحقيق -رامي سميح-غرافيك : حازم عبيد. التاريخ: 2021/05/25

قائمة المراجع

رابعاً: التقارير والهيئات:

- 1- سوق أبوظبي للأوراق المالية، نبذة عن، نظرة عامة
- 2- سوق دبي المالي، نبذة عن، نظرة عامة،
- 3- أسواق الأوراق المالية، تعرف على أفضل أسواق الأوراق المالية في الوطن العربي، مقالات،
- 4- مهام ل (الأوراق المالية).. ووضع قواعد (التداول العادل) مسؤولية رئيسية – الإمارات.
- 5- هيئة الأوراق المالية والسلع،
- 6- (الأوراق المالية). نوعان من المستثمرين في (صناديق المؤشرات المتداولة)، الإمارات اليوم.
- 7- هيئة السوق المالية صلاحيات الهيئة، المملكة العربية السعودية.

خامساً: المواقع الالكترونية:

- 1/www.alarabya.net/aswaq.consulte.le :21/04/2021. a.11:00
- 2/http://cma.org.sa/ar.aboutcma/default.aspx;consilte.le:23/04/2021.
- 3/https://www.dfm.ae/Arabic/pages/AboutADX/default.aspx
- 4/https://theqa.ai/articles/pages/consulte
- 5/De emaratalyoun.com. Propose par Google
- 6/www.sca.gov.ae

المخلص:

إن سوق الأوراق المالية تقوم بدور فعال وهام وبارز في الاقتصاد، حيث تعتبر القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها وتخضع هذه السوق لتنظيم متكامل، حيث أنها تسير وفق هيئات خاصة ووسطاء مرخص لهم بالعمل فيها كما يتم وضع شروط ومتطلبات للإدراج للتسهيل الحصول على معلومات هامة ومنتظمة ومن ثم الإفصاح عنها. ويعد الاستثمار المؤسسي أحد أنواع الاستثمار المهمة التي يجب أن يمنح لها اهتمام كبير وذلك نظرا لمساهمته في زيادة فعالية وكفاءة سوق الأوراق المالية لدرجة تفوق مساهمة الاستثمار الفردي في ذلك كما يساهم في تحسين السيولة في أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال تطوير وظيفة صناع السوق مما يقلل من تأثير الأزمات في السوق وحمايتها من المضاربين، كما يساهم في التأثير على حوكمة المؤسسات حيث يظهر ذلك من خلال امتلاك المستثمر المؤسسي لحصص معتبرة من رأس المال لتلك المؤسسات مما يرفع من أداؤها والقيمة السوقية لها. وهذا ما عزز من دور الاستثمار المؤسسي المهم في تطوير أسواق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية – الاستثمار المؤسسي - كفاءة السوق – السيولة – حوكمة الشركات

Résumé

Le marché boursier a joué un rôle de premier plan dans l'économie, c'est le canal qui traverse le flux des fonds d'entités qui ont des excédents financiers a ceux qui ont un handicap ou des besoins, et cherchent ainsi atteindre un équilibre entre la présentation de l'argent et de la demande de cette marche, celui -ci est soumis à un règlement complet qui fonctionne selon des organismes prives et des courtiers agréés pour y travailler. Aussi on peut mettre des conditions et des exigences pour l'inclusion et de faciliter l'accès à l'information importante et réguliers, puis la divulguée. L'investissement institutionnel est l'un des types d'investissement importants qui doivent lui donner un grand intérêt en raison de sa contribution à l'augmentation de l'efficacité et l'efficience du marché des boursiers au degré supérieur a la contribution de l'investissement individuel dont elle contribue également a l'amélioration de la liquidité sur les marches des valeurs mobilières à travers ces marches ce qui réduit l'impact des crises sur marche et les spéculateurs, ils contribuent à l'impact sur la gouvernance d'entreprise ou il apparait par détenir un quota d'investisseurs institutionnels, compte tenu du capital de ces institutions, augmentant ainsi la valeur de la performance et du marché du ce qui renforce le rôle important de l'investissement institutionnel dans le développement des marches des valeurs mobilières.

Les Mots Clés : marché boursier, l'investisseur institutionnels, efficience de marche liquidité gouvernance des entreprises.