



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة دجان عاشور - الجلفة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعه بيداغوجية جامعة



بعض الاسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس في شعبة

العلوم الاقتصادية.

تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

الاعداد:

الدكتور: خالد محمد

أستاذ محاضر "أ" بقسم العلوم الاقتصادية-جامعة الجلفة-

E-mail:khaldidjelfa@yahoo.fr

جامعة الجلفة- الجزائر-



السنة الجامعية: 2021/2020



قائمة المحاضرات	
مقدمة	
المحور الأول	ماهية الأسواق المالية
المحور الثاني	ماهية سوق الأوراق المالية
المحور الثالث	تقسيمات سوق الأوراق المالية
المحور الرابع	عمليات وأوامر سوق الأوراق المالية
المحور الخامس	الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
المحور السادس	كفاءة سوق الأوراق المالية
المحور السابع	مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
المحور الثامن	مؤشرات الأسواق المالية
المحور التاسع	العائد والمخاطرة
المحور العاشر	المحافظ الاستثمارية
المحور الحادي عشر	تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
خاتمة	
قائمة المراجع	

قائمة المحاضرات	
مقدمة	
ماهية الأسواق المالية	المحور الأول
ماهية سوق الأوراق المالية	المحور الثاني
تقسيمات سوق الأوراق المالية	المحور الثالث
عمليات وأوامر سوق الأوراق المالية	المحور الرابع
الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	المحور الخامس
كفاءة سوق الأوراق المالية	المحور السادس
مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية	المحور السابع
مؤشرات الأسواق المالية	المحور الثامن
العائد و المخاطرة	المحور التاسع
المحافظ الاستثمارية	المحور العاشر
تقييم أداء المحافظ الاستثمارية	المحور الحادي عشر
خاتمة	
قائمة المراجع	

مقدمة

إن توسع الأنشطة والقطاعات والأعمال والظروف الاقتصادية والمالية أدى إلى ضرورة إنشاء الأسواق المالية للحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بيعا وشراء في هذه الأسواق لأهداف مختلفة، من أهمها المساهمة في تمويل المشاريع وتوفير السيولة لها، حيث يتم تداول مجموعة من الأدوات المالية ذات صفات وفترات وأغراض مختلفة، إضافة إلى أنها قد تعوض عن التمويل المصرفي في حالة ارتفاع كلفته أو في حالة إحجام البنوك عن منح القروض إلى المشاريع التي لديها عجز مالي.

برزت في نهاية القرن العشرين أهمية الأسواق المالية كمؤشر فعال في دعم النمو الاقتصادي، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات وتخصيصها لتنشيط الاستثمارات المنتجة، وأنشئت الأسواق المالية في العديد من الدول النامية لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

إن تسليط الضوء على الأسواق المالية يستدعي حتما مدخلا مركبا يجمع عدة مداخل بدء من التطرق مفهوم الأسواق المالية باعتبارها سوقا تمويليا بشقيه: سوق النقد وسوق رأس المال والتطرق إلى مختلف الأدوات المتداولة في كل منهما، ومن ثم التركيز على سوق الأوراق المالية لما له من أهمية تمويلية للاقتصاد، والتطرق بمزيد من التفصيل على الأدوات طويلة الأجل المتداولة فيه وتقسيمات هذا السوق، ومن ثم التطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلبات السوق الكفء، ومخاطر الاستثمار فيه، وكيفية حساب مؤشرات سوق الأوراق المالية، لما لها من أهمية في إعطاء صورة حول أداء الأسواق والمخاطر المالية، وإعطاء فكرة حول العائد والمخاطرة عند الاستثمار في مختلف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وصولا إلى ما يعرف بالمحافظ الاستثمارية وكيفية إدارتها والتي تعتبر من العلوم الحديثة نسبيا، تأتي أهميتها من تنوع الأوراق المالية المتاحة وتعدد الأسواق المالية.

لهذا تحتوي هذه المطبوعة على إحدى عشر محورا كما ذكرنا سالفًا، وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في إعدادها وتجهيزها، حسب محتوى المقياس، متمنين أن يستفيد الطلبة الأعزاء منها وكل التوفيق والنجاح للجميع.

المحور الأول

ماهية الأسواق المالية

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مكانة مميزة في الاقتصاد الرأسمالي، وتعتبر من دعائمه الأساسية وتجسيدا مبدأ هام من مبادئ الفكر الاقتصادي الغربي وهو مبدأ الحرية الاقتصادية.

لهذا تعد الأسواق المالية النظام الأوسع و الأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، وذلك من خلال دورها المهم في أداء الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، والفئات التي تعاني عجز مالي وتبحث عن التمويل . وبالتالي فالسوق المالية تشمل جميع الأدوات المالية سواء القصيرة الأجل والتي يتم تداولها في السوق النقدي أو الطويلة الأجل والتي يتم تداولها في سوق رأس المال .

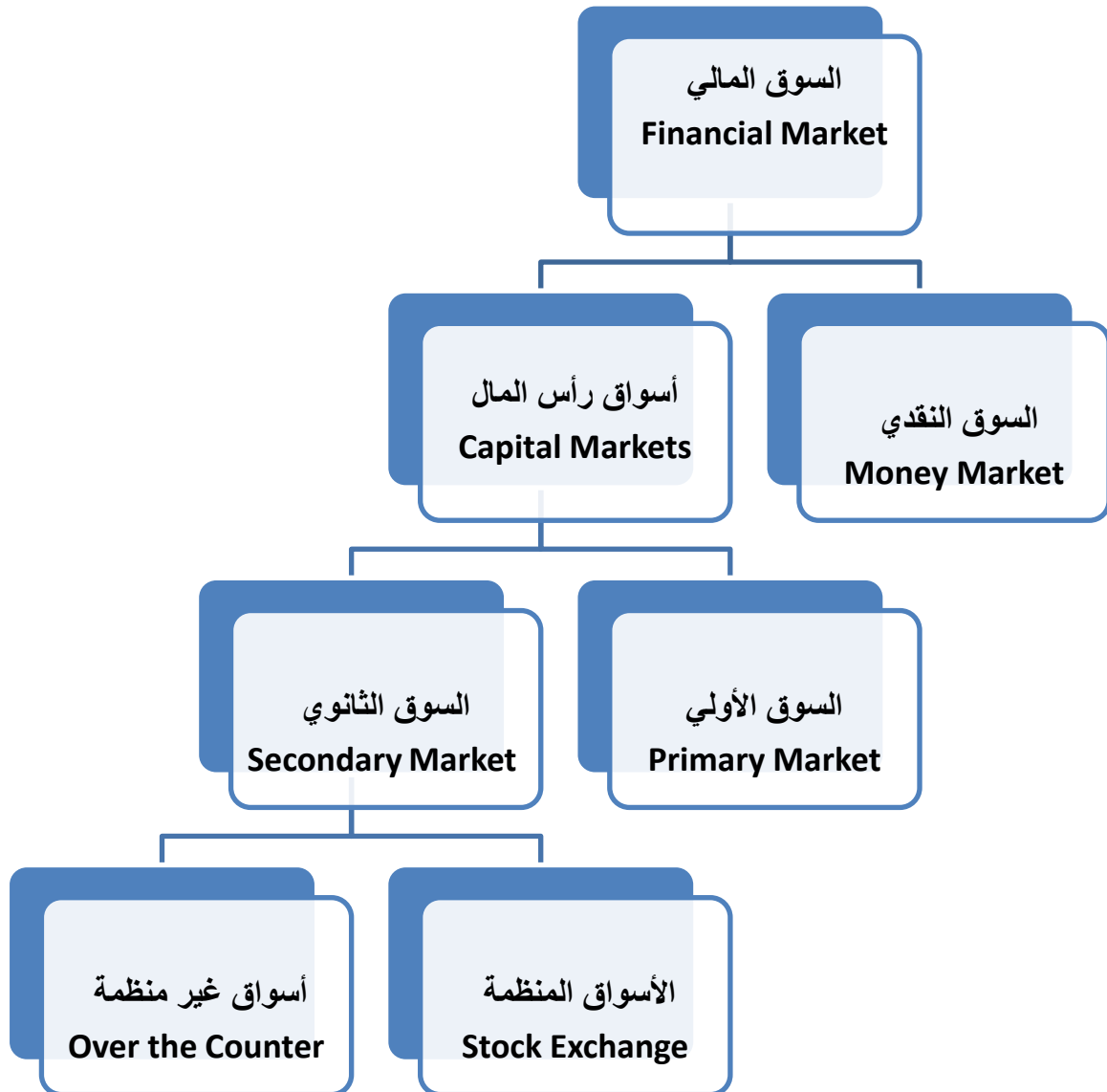
1: تعريف السوق المالية

تعني كلمة سوق لغة الموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع، أو الابتاع تذكر وتؤنث، وجمعها أسواق أما كمصطلح اقتصادي فيقصد بالسوق المكان الذي ينشأ عندما تلتقي فيه قرارات البائعين والمشتريين بشأن شراء، بيع وتبادل سلعة أو خدمة بحيث تتفاعل فيه قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار، على أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء كان هذا الاتصال مباشرا أو بأية وسيلة اتصال أخرى (البريد، الهاتف شبكة الأنترنت وغيرها).

هناك العديد من التعريفات الخاصة بالسوق المالية، من بينها نذكر ما يلي:

- السوق المالي هو السوق الذي يعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية، إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات، تحتل عملياتها العوائد والمخاطر، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها شراء، بيع وتبادل للموجودات المالية؛
- السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يضمن الالتقاء بين عارضي الأموال وطالبي الأموال، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الالتقاء، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال بين المتعاملين في السوق؛
- السوق المالي هو آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي كما تسمح بتحريك الادخار الفردي

الشكل رقم 1: تقسيمات السوق المالي



1-1- السوق النقدي

يمثل السوق النقدي الشق الأول للسوق المالية والتي تختص بالاستثمار المالي قصير الأجل.

1-1-1- تعريف السوق النقدي

هي عبارة عن السوق التي تتعامل بأدوات الدين قصيرة الأجل، ويعد هذا التعريف أكثر التعريفات إيجازاً وأوسعها انتشاراً.

كما تعرف على أنها عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها عن سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق يتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين المتعاملون لأجل أقل من سنة، ويتركز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على العرض والطلب .

والسوق النقدية بالمفهوم الواسع: هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالباً، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كذلك مثل: كشركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوفير والاحتياط... الخ.

وتعتبر السوق النقدية أداة للسياسة النقدية وضبط حجم الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال تحليل ومتابعة حركات الأصول المالية بين العارضين والطالبن للقروض.

وعليه فالسوق النقدية هي تجمع موضوعي، وشخصي، بهدف التعامل في الأصول النقدية، فموضوع المبادلة في هذه السوق يتعلق بنوع خاص من الأصول الرئيسية، هي سيولتها النسبية، وهي تتعدد في أشكالها وأحجامها وأهمها: سندات الخزينة والأوراق التجارية والمالية، وغيرها من الأدوات المالية التي يطلق عليها شبه النقود، والتي يتعين أن تتصف بسهولة تبادله دون نفقات كبيرة، وهي كلها تمثل سندات تعبر عن مديونية قصيرة الأجل.

1-1-2- الأطراف المتعاملة في السوق النقدي: ويمكن تحديد هذه الأطراف في المجموعات الموالية:

-المجموعة الأولى: وتتمثل في العارضون للأموال وهم المقرضون، كالمؤسسات والأفراد الذين لديهم فائض نقدي ويرغبون في استثمارها.

-المجموعة الثانية: وتتمثل في الطالبن للأموال، وهم المقرضون الذين يحتاجون إلى السيولة النقدية ويتمثل هؤلاء الطالبن للأموال في المؤسسات، الأفراد، الخزينة العمومية والبنوك التجارية.

-المجموعة الثالثة: وتتمثل في المؤسسات الوسيطة بين الأفراد والمشاريع والحكومة، والتي تتلقى الفوائض المالية وتمول لها الأطراف التي تعاني العجز .

وتتمثل هذه المؤسسات في البنك المركزي الذي يتدخل في سوق النقد لأغراض السياسة النقدية (باستخدام أدوات السياسة النقدية كنسبة الاحتياطي الإلزامي وعمليات السوق المفتوحة) إضافة إلى البنوك التجارية، شركات التأمين،... الخ.

1-1-3 خصائص السوق النقدية: يتميز السوق النقدي بالخصائص التالية:

- يعتبر السوق النقدي سوق جملة من حيث كون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير، ويتعاملون مع منشآت كبيرة ويتعاملون بنفوذ كبير، ويتعاملون عن طريق السماسرة أما المستثمرون للوسطاء دورهم محدود.

- يعتبر ميزان الاستثمار قليل المخاطر ودرجة المخاطرة النقدية التي قد تنشأ عندما يرغب المستثمرون بتمويل استثماراتهم إلى نقود منخفضة جدا لأن أدوات الاستثمار في هذا السوق سريعة التداول وشبه مؤكدة للعائد، وأيضا مخاطرة الدين التي قد تنشأ من عدم قدرة المدين على الوفاء شبه معدومة في أدوات الاستثمار في السوق النقدي بأن تكون عادة صادرة عن حكومة أو مراكز كبيرة.

- يتم تداول الأدوات في سوق النقد إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الورقة المالية، ومن ثم يعتبر سعر الفائدة المؤشر الوحيد في سوق النقد؛

- تعتمد السوق النقدية في ممارسة عملياتها على الفوائض النقدية لديها؛

- يلجأ المقرضون للسوق النقدية في مواجهة عسر في السيولة النقدية حين تكون فيها الإجراءات سهلة وسريعة ومكلفة حسب طبيعة التمويل؛

- تزود السوق النقدية المشروعات برأس مالها العامل؛

- يمكن القول بأن السوق النقدية هي سوق الادخار أي السوق التي تحرك الأموال السائلة التي يرغب أصحابها في ادخالها؛

- تتميز الأدوات المالية في سوق النقد بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ استحقاقها وذلك ببيعها في سوق النقد.

1-1-4 شروط قيام السوق النقدي

يقتضي قيام سوق نقدي توفر بعض الشروط أهمها :

- توفر عدد كبير من المقترضين الذين يطرحون أدوات للائتمان، التي ينصب عليها التعامل في هذا السوق بمعنى آخر وجود عدد كبير من المقترضين الذين يمكن الاعتماد عليهم في التقدم لشراء أدوات السوق النقدي مما يجعل سعر الفائدة السائد في السوق يعكس إلى حد كبير عوامل العرض والطلب للأموال.

-تهدف المجموعة التي تكتسب فوائض مالية إلى كسب الأرباح، وهو ما يتطلب وجود سيولة كافية قصد استرجاع الفوائض.

-يقوم النظام المصرفي بإشراف من البنك المركزي بالتصرف في الإيداعات وبعرض اعتمادات قصيرة الأجل.

1-1-5- أهمية السوق النقدية

ترجع أهمية السوق النقدية بشكل أساسي إلى دورها في إعادة تحديد سيولات البنوك التجارية وفي تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة.

ومن وجهة نظر الاقتصاد الوطني تؤمن هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقرض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة وبذلك تؤمن السوق النقدية السيولة النقدية حسب حاجات التمويل الاقتصادي.

أما من وجهة نظر البنوك المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم الاحتياطات النقدية للمصارف التجارية وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسة النقدية.

إلى جانب ذلك فإن أهمية السوق النقدية تتمثل في أنها تؤمن السيولة النقدية وتوفر أدوات الدفع للجهاز المصرفي، وبذلك يتمكن هذا الأخير من القيام بدوره في تمويل النشاط الاقتصادي الجاري من التجارة، صناعة واستهلاك، فالمشروعات الاقتصادية تحتاج أثناء تنفيذ خططها الإنتاجية السنوية إلى أصول نقدية سائلة لشراء المواد الأولية ودفع الأجور للعمال واستيراد عناصر إنتاج وغيرها من العمليات المرتبطة بالنشاط الإنتاجي وتجده، كما أن الأفراد يحتاجون إلى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة الخاصة عن مواجهة متطلباتهم، وكذلك الأمر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الاعتمادات الواردة في الميزانية، ويعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداما للموارد النقدية والتسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع إلى ضمانات مصرفية واعتمادات مفتوحة يستطيع من خلالها أن يغطي احتياجاته من الأصول النقدية، لتأمين استيراد بضائعه من الخارج أو تسويق منتجاته في الداخل.

ومن خلال العمليات المتقدمة تجد البنوك التجارية مجالا لتوظيف فوائضها النقدية لديها والمتمثلة في الأرصدة الدائنة للبنك التجاري لدى البنك المركزي (النقد المركزي) عن طريق عرضها في السوق النقدية.

ومن الواضح أن صلاحية السوق النقدية لتأمين سيولة النظام المصرفي، أو لتوفير أسباب تنفيذ سياسات البنك المركزي إنما تتوقف على مدى نمائه، ويستدل على نماء السوق النقدية بمقدرة ما يتصف به من سعة وما يتمتع به من سيولة ونشاط، ومنافسة وفقا لشروط التعامل فيه.

ويتوقف اتساع السوق النقدية على تنوع الأصول التي تباع وتشتري فيه وعلى مدى توافر القدر الملائم لسد حاجات التعامل منه، وتتوقف سيولة السوق على مدى سهولة تحويل تلك الأصول إلى نقود عند الضرورة، الأمر الذي يتوقف على مبلغ نشاط وعلى مقدار ما يتوفر للسوق من الموارد.

1-1-6 أدوات السوق النقدي

تتكون أدوات الاستثمار في سوق النقد من الأدوات التالية :

- **أذونات الخزينة** : هي أداة دين حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3 - 12 شهرا تصدر من قبل الحكومات، وتستخدم لتمويل العجز المؤقت في الموازنة العامة للدولة أو لامتنصاف الفائض النقدي ولتشجيع المواطنين على الادخار.

وتتصف هذه الأوراق المالية بارتفاع درجة سيولتها وانعدام درجة المخاطر لأنها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات ولكونها أداة قصيرة لأجل ومحددة العائد فإنها من الأدوات المفضلة لدى المستثمر المحافظ، ويتم تداولها على أساس معدلات الخصم إذ يحدد سعر التداول باستخدام ما يعرف بسعر خصم الشراء وسعر خصم البيع، وهو السعر الذي عرضه الوسيط المالي على حامل أذونات الخزينة.

- **القروض المباشرة قصيرة الأجل** : هي القروض التي تمنح من قبل البنوك وتكون قصيرة الأجل والتي مدتها أقل من سنة، تستخدم أغلبها لتمويل الدورة التشغيلية للمشروع بمبالغ يتفق عليها، وسعر فائدة محدد وشروط متعددة حسب طبيعة البنك، وتساهم هذه القروض في رفع درجة السيولة للسوق المالي، وإن تكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة.

- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول** : هي عبارة عن وثيقة تصدرها البنوك أو مؤسسات مالية، مؤسسات الادخار مثلا تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و 18 شهرا وبسعر فائدة محددة أو عائ (حسب معدل أسعار الفائدة السائد في السوق)، وتعد إحدى أهم أدوات سوق النقد، وتصدر لحاملها لتسهيل عملية تداولها بيعا وشراء وتمنحه الحق في بيعها في السوق الثانوي، ويمكن إصدارها بقيمة اسمية مختلفة وفترات زمنية متفاوتة حسب طبيعة الاتفاق بين المستثمر والبنك، وتتميز هذه الأداة بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر، وارتفاع معدل العائد مقارنة بحسابات التوفير، كما أنها ذات

أمان مرتفع بسبب قبول خصمها من قبل البنك المركزي، لهذا تعتبر شهادات الإيداع من أهم مصادر التمويل للبنوك التجارية التي تحصل عليه من قبل الشركات والصناديق المشتركة في السوق النقدية.

-القبولات المصرفية: تعد من أهم الأدوات المستعملة في السوق النقدي، والقبول المصرفي عبارة حوالة مصرفية (وعد بالدفع)، قابلة للدفع في موعد محدد في المستقبل ومضمونة من قبل المصرف الذي يتعامل معه المستورد ، تحمل ختم عبارة **مقبول Accepctd** ، تصدرها المصارف لغرض تسهيل عمليات الاستيراد والتصدير، ويحصل المصرف على عمولة تخصم مقدما، وتستخدم القبولات المصرفية، في حالة عدم توفر السيولة النقدية لدى المستورد المحلي أو لتحقيق مزايا ائتمانية.

غالبا ما يتم بيع الحوالة المقبولة في السوق الثانوية بخضم معين بطريقة مشابهة لأذون الخزانة.

خصائص القبولات المصرفية :

-يتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية كما هو الحال لكل من أذون الخزانة والأوراق التجارية؛
-تعتبر من الأوراق المالية ذات المخاطر المحددة وبالتالي فإن العائد عليها يزيد قليلا عن العائد من أذون الخزانة ويكاد يتساوى مع العائد من شهادات الإيداع القابلة للتداول.

-يتعامل فيها كل من المؤسسات المالية والمؤسسات غير المالية بالإضافة إلى المتعاملين في الأوراق المالية فهم ينظرون إليها على أنها استثمار جيد ومصدر حاضرن للنقدية.

-اتفاقيات إعادة الشراء : وهي تلك الاتفاقيات التي تستعمل من قبل المتخصصين في الاستثمار في الأسواق المالية، وهي إحدى وسائل الحصول على السيولة أو الاقتراض باستخدام الأدوات سهلة السيولة والمقبولة من قبل جمهور المستثمرين، تعقد لأقل من سنة، حيث يقوم المستثمر مالك الأوراق التجارية بعرض هذه الأوراق لدى الوسيط المالي المتخصص بعقد اتفاقية إعادة شراء الذي يقوم بدوره بالبحث عن ممول لديه أموال فائضة فيتم إبرام عقد إعادة شراء أوراق مالية من قبل مالكيها، ولكن بسعر أعلى من سعر البيع الأول ويتم تحديد فترة زمنية لتنفيذ اتفاقية إعادة الشراء، مع الإشارة إلى أن عقد البيع المذكور لا يترتب عليه انتقال أوراق مالية من المستثمر المالك إلى الممول، وتتبنى البنوك عادة إبرام مثل هذه الاتفاقيات باعتبارها مؤسسات مضمونة.

-الأوراق التجارية: يتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني ميين أو من الشركات العريقة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر، وتصدر لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر، لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على الإيرادات للجهة المصدرة والثقة الائتمانية بها ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم.

-قروض اليورو دولار : حيث قامت بعض البنوك الأوروبية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي، وتمنح المستثمر فائدة على الإيداع وفي الوقت نفسه تقوم بإقراض الدولار الأمريكي إلى المستثمرين بفائدة أعلى من فائدة الإيداع، وقد ساهمت هذه السوق في زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية، مما قلل من تكاليف التمويل وإجراءات الحصول عليها وتخفيض أسعار الفائدة.

قرض فائض الاحتياطي القانوني: قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الاحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الاحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الاحتياطي الاقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الاحتفاظ بالاحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (تتوافق مع مخالفته تعليمات البنك المركزي حجم الودائع لدى البنك المعنى)

2- سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال الجزء الثاني للسوق المالية والتي تختص بالاستثمار المالي طويل الأجل.

1-2- تعريف سوق رأس المال

- مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل، وال طالبين لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- هو السوق الذي يتداول فيها أدوات الاستثمار طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام سواء أوراق ملكية أو ديون.
- مكان معين ومحدد يلتقي فيه أعضاؤه أو وسطاء التبادل للتفاوض على أدوات مالية طويلة الأجل .
- سوق الأوراق المالية، وفيها تنتقل الأموال من الأفراد والشركات إلى المؤسسات المستثمرة من خلال أدواته المالية طويلة الأجل، فهو إطار لتنظيم وتسيير العمليات فيما يخص القيم المتداولة أو المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القطاع العام والشركات ذات الأسهم.

ومن خلال تتبع التعاريف السابقة يتبين أن كل منها قد تناول بعض جوانب نشاط السوق المالي، ومنه يمكن التعريف بنشاط السوق المالي باعتباره: مكان أو سوق، يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية، ضمانا لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة عالية.

2-2- أهمية سوق رأس المال

تعد سوق رأس المال من أهم مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد المعاصر، وهي تؤدي وظيفة متممة لمؤسسات أخرى كالبنوك التجارية ومؤسسات التأمين وغيرها. ويمكن تلخيص أهمية سوق رأس المال فيما يلي:

- إيجاد وسيلة فعالة للادخار والاستثمار وذلك بتوفير الأوعية الادخارية القادرة على جذب المدخرات وتوجيهها لأغراض الاستثمار، بما يساعد على تدعيم عملية التكوين الرأسمالي في الاقتصاد، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي فيه؛

- يعطي نشاط سوق رأس المال مؤشرا عاما لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة، في مجال الادخار والاستثمار، المحلي والخارجي، والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية و السياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيهما؛

- تحقيق الموازنة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث " تمنح سوق رأس المال للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم، وفي المقابل تمنح للمقرضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني؛

- تخصيص الموارد وتوجيهها للاستخدامات المختلفة بطريقة تحقق الاستخدام الأمثل لها، حيث "يساعد حسن أداء سوق رأس المال لدورها بين المدخرين والمستثمرين من جهة، والمؤسسات المالية من جهة ثانية، على تخصيص الموارد في الاقتصاد الوطني، بشكل يجعل تحركاتها بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية؛

- توفير وعاء يمكن من خلاله تسعير مخاطر الاستثمار المالي، ومن ثم الاستثمار بأنواعه المختلفة، بما يساهم في تحقيق مصالح المتعاملين في الحصول على القيمة الحقيقية للأوراق المالية، وتكوين تراكم رأسمالي لأجل مختلفة، وبشكل مستمر؛

- تمكين الإدارة المالية من تقليل المخاطر وتوزيعها من خلال التفضيل الزمني لإيراداتها حسب الحاجة، بالإضافة إلى تنويع الاستثمارات والتوسع فيها؛

- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أوراق مالية بصورة سهلة، وتجنب الآثار التضخمية إلى حد بعيد مقارنة بالاستثمار في السوق النقدي؛

- توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود سوق رأس المال من انتظام في التعامل ومعرفة بالأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي؛

- تقديم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لاسيما شركات المساهمة، وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار الأمر الذي يزيد من كفاءة قرارات المستثمرين؛

- توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها، حيث يساعد وجود سوق رأس المال ناجح ومتطور في جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في مشروعات محلية، وذلك للمدى الذي تسمح به قوانين الاستثمار والشركات والإجراءات التنظيمية للنشاط الاقتصادي.

2-3- هيكّل التعامل في سوق رأس المال: ينقسم سوق رأس المال إلى سوق الأوراق المالية وسوق الإقراض طويلة الأجل.

2-3-1- سوق الأوراق المالية: وتسمى أسواق حاضرة، تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل الأسهم والسندات وهنا تنتقل الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن تدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

2-3-2- سوق الإقراض طويلة الأجل: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

وبالتالي فعقود الأسواق الآجلة هي اتفاق على بيع أو شراء مجموعة من الأوراق المالية دون الاستلام والتسليم وبسعر اليوم، وذلك بعد فترة شهرين أو ثلاثة أشهر مقابل مكافأة مالية تمثل جزءاً من قيمة السهم يدفعها المستثمر لصاحب الحق في البيع ويستطيع صاحب الخيار إما تثبيت الشراء في تاريخ الاستحقاق أو إلغاؤه.

واستنادا لذلك يوجد نوعين من الخيارات :

*** خيار الشراء:** هو اتفاق بين المستثمر ومالك الأسهم على الشراء لمجموعة أسهم بسعر اليوم شريطة أن يدفع المستثمر مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة السهم ويحق للمستثمر بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد بعد فترة ثلاثة أشهر أو رفضه ويكون بذلك حقق أرباحا غير محددة في حالة ارتفاع الأسعار وحصر نفسه بخسارة تعادل قيمة المكافأة في حال انخفضت الأسعار بشكل حاد.

*** خيار البيع:** هو عقد أو اتفاق لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مسبقا طبقا لأسعار اليوم وذلك خلال 90 يوما يدفع بموجبه البائع أو صاحب حق الخيار بالبيع للمستثمر مكافأة محددة بجزء من قيمة الأسهم، وعند حلول الأجل إما أن ينفذ البائع الخيار أو يرفضه استنادا للمستوى العام للأسعار في السوق.

المحور الثاني

ماهية سوق الأوراق المالية

تمهيد:

ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 في فرنسا بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه royal exchange ، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد نشأت أول بورصة للأسهم في عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

1- مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ التخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكبر حجمها.

1-1- تعريف سوق الأوراق المالية

يقصد بالسوق لغةً " المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات لهذا يوجد لكل بضاعة سوق لتبادلها والتقاء البائعين والمشتريين، وللمال سوق يباع ويشترى فيها يسمى سوق الأوراق المالية [سوق القيم المنقولة].

وهناك عدة تعريفات لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

« سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب» .

« يعرف سوق الأوراق المالية بأنها الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول» .

وتعرف أيضا على أنها: "أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع".

إذن فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب الحجز من مؤسسات وقطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

1-2- خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز أسواق الأوراق المالية ببعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها :

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- التداول في سوق الأوراق المالية توفر المناخ الملائم، المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛

- وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل يكفل توفير السيولة؛

- التداول في السوق الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

وهناك خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية هي:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحمل مخاطر سعرية سوقية، وتنظيمية مختلفة وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا؛

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

1-3- شروط قيام سوق الأوراق المالية

لا يمكن إنشاء سوق للأوراق المالية بمجرد الرغبة في ذلك، ولا بإصدار قرارات وتشريعات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توفر مجموعة من الشروط الأساسية من بينها:

- وضوح الفلسفة الاقتصادية التي تحدد دور رأس المال، وزيادة القدرة على تجميع المدخرات لاسيما الخاصة منها وتوظيفها توظيفاً مربحاً؛

- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق، في المقابل وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة؛

- وجود طاقة استيعابية معقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، من خلال توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية وربح معقول؛

- زيادة معدل النمو الاقتصادي للدولة واستقرار سياستها الاقتصادية والنقدية والسياسة الائتمانية المصرفية؛
- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور باستمرار للتكيف مع التغيرات المستجدة مع توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين؛

- توفر مناخ صالح وجيد للاستثمار يتميز بالمرونة وبساطة الإجراءات، يشجع الأفراد والمؤسسات على إنشاء شركات مساهمة على المستوى المحلي أو الدولي في إطار الشراكة.

- وجود مؤسسات مالية تؤدي خدمات مصرفية تشمل على كافة الاختصاصات، تؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية.

- تنوع الأوراق المالية ذات المزايا المختلفة من أجل ضمان توسع السوق، وإتاحة الفرصة أمام المستثمر للمفاضلة واختيار أداة الاستثمار المناسبة.

- وضع روابط قانونية وتنظيمية وإدارية تحد من عمليات المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك حتى لا تكون سوق الأوراق المالية عامل من عوامل عدم الاستقرار الاقتصادي في الدولة.

1-4- المقومات الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية

يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة على توافر مجموعة من العوامل نذكر منها:

- نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل بشكل يتفق مع أهدافهم وتفضيلاتهم وسلوكهم تجاه المخاطرة.

- توفير القدر الكافي من الإفصاح عن المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والأرباح المحققة وتوقعاتها في المستقبل بما يساعد على تحديد القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

-وجود تنظيم قوي وفعال ومحاييد لمهنة المراجعة والمحاسبة والتي تشهد بالدقة والوثوق في المعلومات التي تنشرها الشركات في قوائمها المالية والتي يتم تداول أسهمها في السوق.

-إدارة عامة لسوق الأوراق المالية بحيث تضع الشروط المنظمة لعملية تداول أسهم الشركات والإشراف والرقابة على تنفيذها وتتمتع بحيادية تامة وقادرة على اتخاذ القرارات المصححة في الوقت المناسب، ففي حالة ظهور أي تغيير غير طبيعي يمكن لها إيقاف التعامل في السوق حتى يتم التأكد من أسباب الارتفاع والانخفاض ويجب على إدارة السوق ألا تتدخل في تحديد أسعار الأسهم المتداولة كأن تحدد سعر للصعود وسعر للنزول بحيث لا يسمح لأسعار الأسهم أن تزيد أو تهبط عنها في أي فترة، بل عليها أن تترك ذلك لتفاعل العرض والطلب ووفقا للحقائق والأوضاع الاقتصادية للشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق.

-توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية بحيث تكون قراراتهم مبنية على درجة فهم المستثمر للمعلومات المتوفرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها واستخدام تلك المعلومات كأساس سليم للمفاضلة وترشيد عملية اتخاذ القرار، وعلى المستثمر أن يركز قبل عملية الشراء على دراسة أعمال الشركة ومركزها المالي وخططها ومستقبل مشاريعها لأن ذلك يعتبر من الأسس التي يتحدد على ضوءها سعر السهم.

-وجود عمق كاف في السوق من حيث كثافة التداول وكثرة المعاملات، ووجود قاعدة عريضة من صغار وكبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما بلغت قوته من التأثير على حركة الأسعار صعودا أو هبوطا بشكل غير طبيعي.

وبالتالي إذا توفرت هذه العوامل فإنه يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية قد توفرت لها المقومات اللازمة لنجاحها، ولا يقصد بالنجاح هنا الصعود المستمر في أسعار الأوراق المالية أو كثافة تداولها، وإلا كان سوق المناخ في دولة الكويت من أنجح أسواق الأوراق المالية في العالم، ولكن يقصد به أن يكون التعامل عادلا لجميع المتعاملين من حيث توافر كافة المعلومات التي تؤثر على القرارات المتعلقة بالاستثمار وأن تحدد الأسعار في السوق بحرية ووفقا لعوامل العرض والطلب وعلى ضوء الحقائق المالية والاقتصادية السليمة .

وفي هذه الظروف تستطيع سوق الأوراق المالية أن تؤدي وظيفتها الرئيسية وهي توفير السيولة وتمكين المستثمر من التخلص مما في حوزته من أسهم وسندات وبالسعر الذي يراه ملائما لظروفه.

2- وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص أهم وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:

- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل الاقتصاد: من خلال المحاسبة الوطنية يمكن القول بأن القدرة التمويلية للأعوان الاقتصاديين هي الرصيد الايجابي من حساب الدخل بعد الإنفاق، وسوق الأوراق المالية تعمل على تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام، وبشكل خاص عند صغار المدخرين الذين لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدة أسباب، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يتم تخزينه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصاد بالزيادة .

- سوق الأوراق المالية أداة تقييم حالة الاقتصاد: تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، باعتبارها حساسة بشكل كبير اتجاه الأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمكن أن تحصل في مختلف أنحاء العالم، ومن أمثلة ذلك انتشار معلومات مفادها احتمال وقوع حرب أو قطع علاقات دبلوماسية فإنه قد يؤثر على أسعار الأوراق المالية، ومن ثم على السوق ونشاطها بشكل عام.

بالإضافة إلى أن مؤشرات سوق الأوراق المالية يمكن اعتبارها عنصرا مفسرا للاقتصاد، خاصة في الحالات التي تزول فيها أعراض التغيرات الفعلية والعشوائية المرتبطة بالأسعار والتي غالبا ما تكون قصيرة الأجل، كما أن الانخفاض المستمر لأسعار الأوراق المتداولة يمكن تفسيره بسحب الثقة من الاقتصاد وهو الأمر الذي ينبه بوقوع أزمة في المستقبل.

- سوق الأوراق المالية أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة: يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية كوسيلة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أسواق الأوراق المالية، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

كما تعتبر أيضا أسواق الأوراق المالية وسيلة لتسييل الأدوات المتداولة فيها، باعتبارها الفضاء الذي يتم فيه التعامل من خلال البيع والشراء مما يتيح للمستثمرين من استعادة أموالهم عند الحاجة إليها .

- سوق الأوراق المالية أداة تحديد السعر المناسب وتسيير المخاطر :يمكن النظر إلى وظيفة تحديد السعر المناسب للأوراق المالية بأنها وظيفة أساسية لسوق الأوراق المالية، بالاعتبار القائل أنه لا يمكن أن تقوم سوق للأوراق المالية سهلة التسويق على حساب الأسعار، مما يعني أن المستثمر في هذه السوق إلى جانب حرصه على بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية فإنه يحرص أيضا على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً. كذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة تسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.
- سوق الأوراق المالية أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة :تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عنها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشداً عند اختياره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها .
- أداة لتقويم الشركات والمشروعات :حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وإعطاء صورة أوضح بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للشركة دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملاً في تحسين مركزها.
- أداة للحد من معدلات التضخم :في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.
- أداة جذب الاستثمارات الأجنبية :وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.
- أداة غير رسمية للرقابة الخارجية :على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفاءة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

المحور الثالث

تقسيمات سوق الأوراق المالية

تمهيد :

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار، وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة - والتي تجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول.

- السوق الأولي(سوق الإصدار)؛

-السوق الثانوي(سوق التداول)؛

-السوق الثالث والرابع (السوق غير المنظمة).

1- السوق الأولي(سوق الإصدار) PrimaryMarket

يتم في السوق الأولي إصدار الأوراق المالية لأول مرة، فيتم تحويل المدخرات إلى موارد مالية طويلة الأجل تستفيد منها الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة، ومقابل تحصيل تلك الموارد يتم إصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام أو الخاص، حيث يقتصر الاكتتاب الخاص على أعوان اقتصاديين محددين، بينما يسمح لجمهور المدخرين بدون استثناء اقتناء الإصدارات الجديدة عن طريق الاكتتاب العام.

وتعرف السوق الأولي 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 الاستثمار.

إن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على الاستثمار.

ويقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولي بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقات بنوعيتها، وهناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد هي:

-عروض الاكتتاب الكامل

وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أيا كانت استجابة السوق، فمثلا إذا كانت هناك وحدة ذات عجز(سواء كانت حكومة أو مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة كبرى) وأرادت الحصول على قرض(إقراض مباشر) أو إصدار سندات (إنفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي، وليكن مصرفا كبيرا يتولى إدارة هذه العملية، ويقوم هذا الوسيط بنفسه- أو بالاتفاق مع وسطاء آخرين-بالاكتتاب في هذا القرض أو هذه السندات بالكامل، ويعرف المصرف الأول بالمصرف الرائد، بينما تعرف المصارف الأخرى المشتركة معه في

العملية باسم المصارف المشاركة، وبالطبع قد تنجح هذه المجموعة من الوسطاء الماليين والتي تعرف باسم "مجموعة الإدارة" في إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات)، أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتتبين آخرين وقد لا تنجح، المهم أن المدين الأصلي قد ضمن - عن طريق الاكتتاب الكامل- الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، ويسري المنطق نفسه بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.

-عروض بذل أقصى جهد

وفيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التي تشمل البنك الرائد والبنوك المشاركة) ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية، ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.

-العروض المزدوجة وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاماً نهائياً بتقديم مبلغ معين (أو نسبة معينة) من إجمالي قيمة

العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.

1-1- خصائص السوق الأولى: نذكر بعضها فيما يلي :

-المرونة.

-انخفاض الروتين والإجراءات المطولة.

-انخفاض كلفة التداول لعدم شموله بتكاليف التسجيل.

-عدم شموله بعمولات الوسطاء الماليين.

-صعوبة إعادة بيع الأوراق المالية بسبب عدم تسجيلها بالبورصة.

1-2- أساليب تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية: يتم تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية وفق

طريقتين أساسيتين هما :

***أسلوب البيع المباشر:** يتم بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية عن طريق البيع

المباشر بأن تتصل شركة الأعمال المصدرة للورقة المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية لكي تباع لها الورقة المالية، أو عن طريق البيع بالمزاد بدعوة المستثمرين للتقدم بعبءاتهم محدداً فيها الكمية المطلوب شراؤها من الأوراق المالية بأسعار الشراء، وفي هذه الحالة قد يكون المستثمرون أفراداً أو مؤسسات ويتم بيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة إما من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق المغلق أو المحدود.

***بواسطة مصرفي الاستثمار:** وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها،

وبين المستثمرين، إذ يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الإصدارات من خلال شرائه للأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلاً من سعر البيع حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن

الاكتتاب (مصرفي الاستثمار) وعندما يقوم مصرفي الاستثمار بضمان تغطية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة فإنه في الواقع يؤدي أربع وظائف أساسية هي:

-تقديم النصح للشركة المصدرة للأوراق المالية ويتمثل في تقديم العون لهذه الشركة فيما يتعلق بتحليل احتياجاتها المالية وأنسب طريقة تمويل هذه الاحتياجات.

-إدارة الإصدار ويتمثل ذلك في إتمام جميع الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بما فيها الإجراءات القانونية ولعل أهم وأصعب ما في هذه العملية هو تحديد سعر مناسب للسهم والسند.

-تحمل المخاطر، ومصدر هذه المخاطر هو الفترة التي تمر بين قيام مصرفي الاستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة وقيامه ببيع هذه الأوراق المستثمرين، ففي هذه الفترة قد تحدث تغيرات في السوق.

-تسويق الأوراق المالية، ويتم ذلك بقيام مصرفي الاستثمار ببيع الأوراق المالية إلى المستثمرين بعد شرائها من الشركة المصدرة، أو بقيامه بدور الوسيط فقط بين الشركة المصدرة والمستثمرين في شراء جميع ما أصدرته الشركة من أسهم وسندات، وفي بعض الأحيان يستعين مصرفي الاستثمار بمجموعة من السماسرة الذين يتولون البيع للمستثمرين مباشرة.

2- السوق الثانوي (سوق التداول) Secondary Market.

وتعرف كما يلي: "هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، بعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولهذا يقال بان السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية".

ويكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أول إعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل مشترو الأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق مالية عند الحاجة لقيمتها نقداً .

وتتميز السوق الثانوي بالنشاط مقارنة بالسوق الأولي، وتنقسم السوق الثانوي الى قسمين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة. فالسوق المنظمة أو مايعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، يخضع لقوانين وتدابير تنظيمية تشرف على سيرها وقبول إدراج الأوراق المالية بها هيئات متخصصة، أما الأسواق غير المنظمة فليس لها مكان محدد للتداول وتعرف بالتعاملات بها بالتعاملات على المنضدة Over the Counter.

وتمثل الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة الرسمية أهم المنتجات المالية المتداولة بها، خاصة السندات، في حين يتم تداول الأسهم على نطاق ضيق في هذه السوق. ونظراً لعدم تقيدها بالمكان، فإن تحديد أسعار التعاملات في الأسواق غير المنظمة يتم وفقاً للمفاوضات التي تتم بين البائع والمشتري، وتتميز هذه الأسواق بشبكة متطورة من الاتصالات تساهم في التخفيف من أعباء التعاملات.

3- السوق الثالث والرابع (السوق غير المنظمة) Market Fourth – Market Third

السوق الثالث هو سوق يتم التعامل فيه خارج البورصة، وذلك من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج البورصة، وهذه الأسواق على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، وكذلك نجد أنه من حق أعضاء بيوت السمسرة التعامل في الأوراق المالية المسجلة في البورصة، بينما أعضاء البورصة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المسجلة فيها.

إن أعضاء بيوت السمسرة قد تشكل عنصراً منافساً لأعضاء داخل البورصة، خاصة وأن العملاء في السوق الثالث من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، ومن أهم أسباب وجود هذه السوق اعتقاد العملاء بأن تنفيذ العمليات يتم بسرعة كبيرة، وأيضاً إمكانية 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 مع كبار المستثمرين ذوو الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة أو غيرها إلا في حدود ضيقة جداً.

ويتم الاعتماد في السوق الثالث على نظام معلوماتي للسمسرة Proprietary Trading Systems يعمل وسطاء البورصة على تزويده بالأوامر.

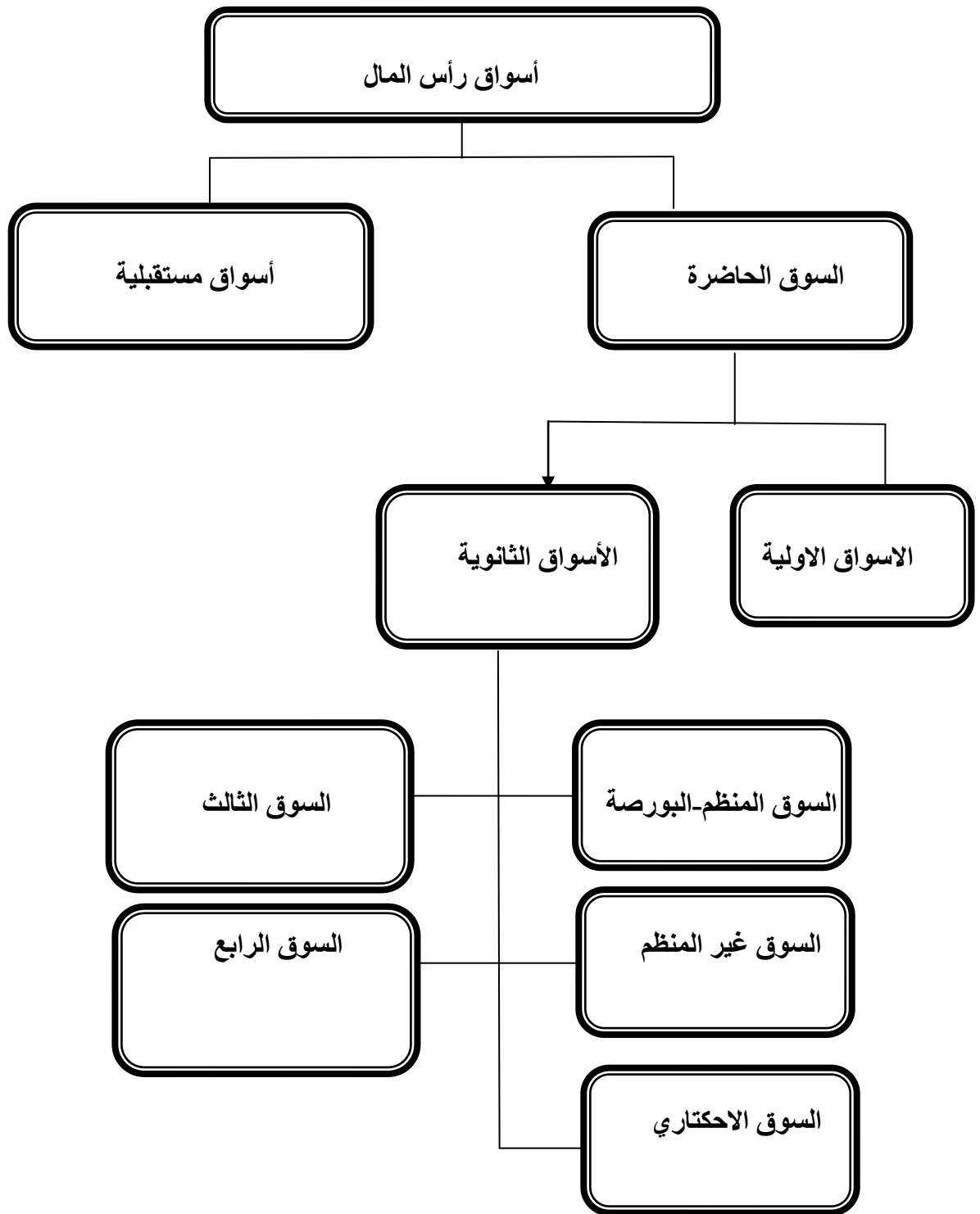
أما السوق الرابع فهو سوق تتم التعاملات فيه عن طريق الاتصال المباشر بين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، أو بين الأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى أعضاء بيوت السمسرة. ومما يسهل هذا الاتصال وجود شبكة قوية من الاتصالات، وبالتالي يمكن القول أن أهم أسباب وجود هذا السوق هو الحد من العمولات التي تدفع إلى السماسرة.

وفي بعض الحالات قد يتم الاستعانة 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.

لهذا تسمح هذه السوق بتنفيذ أوامر تتميز بحجم كبير من الأوراق المالية.

والشكل الموالي يوضح هيكل وتقسيمات أسواق رأس المال

شكل رقم 02: هيكل أسواق رأس المال



المحور الرابع

عمليات وأوامر سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات وانطلاقاً من مجموعة من الأوامر:

1-عمليات سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيها كما يلي:

1-1- العمليات العاجلة: وتتعلق العمليات العاجلة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جداً، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة فوراً أو خلال فترة وجيزة جداً، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية.

كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الاعتبارات أهمها:

- ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة، لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعدها على النشاط في السوق الفورية.

- نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين

-عدم توفر الأموال اللازمة-

كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر التالية:

-بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها.

-كمية الأوراق المالية المطلوبة.

-تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

1-2- العمليات الآجلة: وتتعلق بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم الصفقة.

وتتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين المواليين:

***العمليات الآجلة الباتة أو القطعية:** وهي العمليات التي يلتزم فيها طرف العقد أو الصفقة - بائع أو مشتري - بضرورة تنفيذ عقدها حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.

***العمليات الآجلة الشرطية:** هي عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته في موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختياريا.

ويمكن تقسيم العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع هي:

العمليات الآجلة بشرط التعويض: هي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية، أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض بعين مبلغه مسبقا، ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

العمليات الآجلة بشرط الزيادة: وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق الاختيار - بيع أو شراء -.

العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.

المراجعة والوضعية: كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية

صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المربحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار، لذلك فإن طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما:

المراجعة: هي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المشتريين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المراجعة.

الوضعية: وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المشترين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.

2- أوامر سوق الأوراق المالية

وهي الأوامر التي يقوم بتقديمها المتعاملون للوسطاء بغرض تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء وبيع الأوراق المالية مملوكة أو غير مملوكة سواء كانت بكميات كسرية أي جزء من وحدة التعامل - وحدة التعامل مساوية ل 100 مثلاً - أو غير كسرية مساوية لوحدة التعامل أو مضاعفاتها .

كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث :

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.

- كمية الأوراق موضوع الصفقة.

- السعر المطلوب موضوع الصفقة.

- ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

فالوسيط مسؤول مسؤولية تامة عن تنفيذ الأمر لذلك يطلب من زبونه أو موكله ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، وتكون هذه الضمانات أوراق مالية في حالة البيع أو مبالغ في حالة الشراء.

وبصفة عامة يمكن تصنيف الأوامر التي تصدر عن المتعامل للوسيط إلى :

2-1- الأمر بالسعر الأحسن: في هذا الأمر لا يحدد المتعامل السعر الذي يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر المناسب إلى السمسار، وذلك انطلاقاً من أقصى وأفضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق.

2-2- الأمر بالسعر المحدد: وفيه يحدد المتعامل للوسيط حداً معيناً للسعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به فيحدد له السعر الأعلى الذي يشتري به والسعر الأدنى الذي يبيع به.

2-3- الأمر بالسعر المحدد مع التوقف: وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه ويسمى أمر التوقف عن الخسارة، وكذا الشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه ويسمى أمر التوقف عن الربح.

2-4- الأمر الفوري: وهو أمر يجب على السمسار تنفيذه على الفور وإلا اعتبر لاغيا.

2-5- الأمر الحر أو المطلق: بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسمسار في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يراها محققة لمصلحة المستثمر، من حيث النوع أو السعر أو الوقت المناسب.

2-6- الأمر المحدد بالزمن: ويكون لهذا الأمر حد معين من حيث فترات معينة، تمثل فترة سريان الأوامر الصادرة في التعامل بسعر محدد سواء كانت بيعا أو شراءا.

2-7- شرط الكل أو لا شيء: بموجب هذا الأمر يشترط المتعامل من الوسيط أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في المبادلة.

2-8- الأمر بالسعر الأول: ويتم بموجبه تنفيذ الأمر بأول سعر بعد تبليغ الوسيط بالأمر.

المحور الخامس

الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يتم تصنيف الأدوات المالية عموماً إلى أدوات ملكية وأدوات دين، ومنها ما يجمع بين خصائص كلتا النوعين ولكل هذه الأدوات مخاطر متعلقة بها.

1-تعريف الأوراق المالية وخصائصها

تعرف الأوراق المالية على أنها صكوك تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائدات الشركة في نهاية الدورة المالية، أي يحصل حامل السهم على الأرباح، في حين يحصل حامل السند على الفوائد المتفق عليها .

وبالتالي فالأوراق المالية تشكل السلع التي يتبادلها المضاربين في سوق الأوراق المالية .فكما أن المستهلكين يبحثون عن المواد الغذائية والألبسة في المجتمعات الاستهلاكية .فإن المضاربين يبحثون عن الأوراق التي يرغبون باقتنائها وتدر لهم دخولا أفضل في الأسواق المالية.

كما تؤدي المؤسسات المالية والمصارف دورا هاما في ترويج الأوراق المالية سواء كان ذلك في سوق الإصدار، أو في سوق التداول لأن هذه المؤسسات مع السماسرة يشكلون صناع السوق ومحركوها وبناءا على مقترحاتهم وتوصياتهم يتجه المضاربون لهذه الورقة أو تلك.

وبما أن الأوراق المالية عبارة عن صكوك تمثل حق ملكية أو حق دين على الجهات التي تصدرها لذلك تتميز الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

- تتميز بكونها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه تحديد سعر في السوق لكل ورقة مالية ذات الإصدار سواء تعلق الأمر بالأسهم أو السندات.

- تعتبر مخزنا للقيم خاصة الأسهم، حيث تزداد قيمتها مع استمرار نجاح الشركة أو المشروع المصدر .وذلك فضلا عن عما تدره على حائزها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة في حالة عدم وجود ربح وفي أسبوع وقت، بحيث يكون التعامل في هذه الأوراق متشابها للإيداع والسحب من حسابات المصارف مع ما تتميز به من عائد أكبر وإمكانية زيادة رأس المال بالنسبة لبعضها.

- تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين توزيع الدخل، نظرا لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد مالية كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين وليس لمجرد مقدرتهم المالية.

- تتميز الأوراق المالية بأنها قابلة للتداول بالطرق التجارية (بيع - شراء) ، الأمر الذي ييسر قيام سوق للأوراق المالية تتميز بسرعة التعامل بها.

2-أنواع الأوراق المالية

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي أدوات الملكية، أدوات الدين والأوراق المهجنة.

2-1-أوراق الملكية : وتتمثل أساسا في الأسهم، إذ يندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز بعدة خصائص ومزايا.

-تعريف السهم :

تشكل الأسهم أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهناك عدة تعاريف نذكر أهمها:

- «السهم عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأموال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملك من أسهم»
- «السهم عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة، تشهد بمساهمة صاحبها في رأسمال الشركة، ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولحاملها الحق في امتيازات متعددة منها الحصول على دخل سنوي متغير يمثل نصيبه في ربح الشركة، حق نقل ملكيتها، حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة. كم أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء أو الإفلاس».
- ويتعرض المستثمر في الأسهم الى جملة من المخاطر يمكن إيجازها في المخاطر التالية:«مخاطر نظامية والتي لا يمكن تجنبها، ومخاطر غير نظامية والتي يمكن تجنبها أو التقليل منها، إضافة إلى مخاطر الأعمال والمخاطر المالية مخاطر مرتبطة بالسوق مخاطر مرتبطة بالعمل».

- **خصائص الأسهم:** تتمتع الأسهم بالعديد من الخصائص أهمها :

- تساوي قيمة الأسهم، حيث يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وتحدد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم، ويترتب على مبدأ تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق والالتزامات.

- عدم قابلية السهم للتجزئة، تعني عدم جواز تعدد مالك السهم أمام الشركة، وبناءا على ذلك فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد نتيجة لإرث أو هبة أو وصية لا يسري في مواجهة الشركة، لذلك يلتزم أصحاب السهم باختيار شخص فيما بينهم يتولى الحقوق المتصلة بالسهم اتجاه الشركة.

- تداول الأسهم، بمعنى حرية التنازل عنه لغيره، من دون الحاجة إلى الحصول على قبول الشركة للتنازل ويرجع ذلك إلى أن شركات الأموال تأخذ بالاعتبار المالي دون الاعتبار الشخصي.

- **قيم السهم:** للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

* **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية الشركة.

أي أن:

رأس مال الشركة = عدد الأسهم المتداولة X القيمة الاسمية للسهم

كما أنه لا يتم إصدار السهم بقيمة أقل من قيمته الاسمية سواء عند التأسيس أو رفع رأس مال الشركة

* **القيمة الدفترية:** وتسمى أيضا القيمة المحاسبية، وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

حقوق الملكية

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{عدد الأسهم المصدرة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

عدد الأسهم المصدرة

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية :

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.

- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

* **القيمة السوقية** : هي سعر الأسهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بان هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص إجمالي حقوق المساهمين: رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير موزعة

* **قيمة التصفية (أو التصفوية)** : وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة ، وسداد الالتزامات التي عليها ، وكذلك سداد حقوق حملة الأسهم الممتازة .

وتحتسب قيمة التصفية للسهم من المعادلة الآتية :

الموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة

$$\text{قيمة التصفية للسهم} = \frac{\text{الموجودات - الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

عدد الأسهم العادية

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلاً من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق الأوراق المالية، وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة.

-أنواع الأسهم: يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم وذلك وفق عدة معايير نذكر منها:

-تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

***أسهم اسمية:** وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي:

-الاسم، اللقب، الصناعة، الوطن وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها، ومركزها.

-بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.

-عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك أن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

***أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز عليها، الهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

***أسهم لأمر:** وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترباً بشرط الأمر والإذن والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.

- **تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم**: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

* **أسهم عينية**: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة، 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، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

* **أسهم نقدية**: وهي السهم التي تدفع في مقابلها مساهمة نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

* **أسهم مختلطة**: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.

- **تقسيم الأسهم من حيث الاستثمار**: يهتم المستثمر بتصنيف الأسهم حسب طبيعة وهدف الاستثمار أو المستثمر، ويمكن أن نميز بين الشركات وأسهمها وتصنيفها حسب الأنواع التالية:

* **الأسهم المتميزة**: هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة، إذ تتميز بضخامة رأسمالها وحجم أعمالها وتحقيق العوائد وتوزيع الأرباح حتى عند ظروف الركود الاقتصادي وتداول أسهمها في السوق المالي بشكل مستمر، وتتمتع بمركز ائتماني متين، ويهدف المستثمر من شراء أسهم هذه الشركات الحفاظ على رأسماله والحصول على العائد.

* **أسهم النمو**: هي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة، وتتميز منتجاتها بالتطور التكنولوجي والمعرفي وتغيرها حسب الذوق والحاجة وتتأثر مثل هذه الأسهم بالسوق ولذلك فإن أسعارها متذبذبة، لذلك يفضلها المستثمر المضارب.

* **أسهم الدخل**: هي تلك الأسهم للشركات ذات التاريخ الطويل في توزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدلات أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، وتتميز هذه الأسهم باستمرارية حصول حاملها على الأرباح وبمعدل أكثر من متوسط السوق، كما يفضل هذا النوع من الأسهم المستثمرين الراغبين بالحصول على دخل نقدي جاري.

*** الأسهم الدورية:** وهي أسهم الشركات التي ترتبط إيراداتها وأرباحها بحركة الاقتصاد الوطني والدورات الاقتصادية والتقلبات، فعند النمو تحقق هذه الأسهم أرباح وعند الانكماش تنخفض أرباح هذه الشركات، ومن أنواع هذه الشركات كشركات الحديد أو شركات المواد الأولية.

*** الأسهم الدفاعية:** هي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرور الاقتصاد في مرحلة الركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المنخفضة، حيث لا تتأثر كثيرا بالركود مثل شركات بيع الأغذية والأدوية بالتجزئة، وتتميز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكثر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق.

*** أسهم المضاربة:** وهي تلك الأسهم التي تربط العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع لها، وتتميز بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر غير عادية وسريعة.

*** أسهم الشركات الصغيرة:** هي الشركات ذات المخاطر غير الاعتيادية وخاصة في الحصة العالية للأسهم التي تباع بأقل من دينار .

-تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسّم الأسهم حسب هذا المعيار كما يلي:

- أ- **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالبا في فترة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، وليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة قائمة ومستمرة، وإلى جانب الحصول على جزء من أرباح الشركة وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية، تحولا لأسهم لحاملها الحقوق التالية:
- تعطي لحاملها حق التصويت والاشتراك في الجمعيات العمومية باعتبارهم أصحاب المشروع ومالكيه؛
- تعطي لحاملها حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال؛
- تعطي لحاملها حق الاطلاع على المركز المالي للشركة وكافة السياسات والقراءات المتعلقة بوضعية الشركة وتسيير شؤونها؛
- تعطي لحاملها حق نقل الملكية(البيع) دون الرجوع للشركة .

للسهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية القيمة المثبتة على صك السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية والمتمثلة في مجموع كل رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع فيها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية

ب- الأسهم الممتازة

وهي الأسهم التي تقع بين السندات والأسهم العادية، وتجمع بين خصائصهما، حيث توفر هذه الأسهم امتيازات إضافية لحامليها لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء كان في الأرباح الموزعة سنويا أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسهيل أصوله، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأصحابها يعتبرون من مالكي الشركة.

وتتميز هذه الأسهم بما يلي:

-خاصية تجميع الأرباح، تقضي هذه الخاصية بأن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو أكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

-تتصف بإمكانية الاستدعاء والتسديد، فعلى الرغم من أن الأسهم الممتازة تمثل ملكية جزء من الشركة، وليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه بإمكان هذه الأخيرة استرداد تلك الأسهم سواء بالشراء من حملتها أو باستبدالها بأسهم عادية.

-حملة الأسهم الممتازة لهم أولوية على حملة الأسهم العادية في التوزيعات في أموال التصفية الأمر الذي يعني انخفاض المخاطر التي يتعرضون لها قياسا بتلك المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

-ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض، وذلك نظرا لكون

توزيعات الأسهم الممتازة لا تعد من التكاليف الواجبة الخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة.

-تتصف هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصية المشاركة، أي هناك أنواع أخرى منها كتلك التي تسمى بأسهم المشاركة، وفقا لذلك فإن حملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد

حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة، أو أية نسبة محددة مسبقا الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين.

-تمتاز هذه الأسهم بكونها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه لا يحق لهم التصويت في معظم الحالات.

كما يتمتع حاملو الأسهم الممتازة بحملة من الحقوق منها :

-لهم الحق في تجميع الأرباح المقررة لهم.

-يحق لحملة الأسهم الممتازة تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية لأنه بموجب القيمة الاسمية الممتازة يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية .ويتم ذلك كلما كان المركز المالي قويا.

-الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في اقتسام الأرباح التي توزع عليهم بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على نسبة الأرباح المقررة، معنى ذلك أنه يتم دفع الأرباح المقررة لحملة الأسهم الممتازة أولا ثم توزيع الأرباح المتبقية على حملة الأسهم العادية.

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر التالية:

-يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة السهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.

-ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.

-عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

-لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

-للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.

-لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.

-الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

-التوجهات الجديدة بشأن الأسهم :بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:

*التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية :منها:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** صدر في الثمانينات في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمؤسسات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أسهما عادية تعطى لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

*التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة :يمكن ذكر:

- **الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا إذا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا وأعلنت عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها.

ففي حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا ولم تعلن عن توزيعها في السنة، وقررت في السنة الموالية توزيع الأرباح فإن حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالنسبة السابقة، أما في حالة ما إذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، بل تأخذ إلا في السنة التي قرر فيها توزيع الأرباح.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يعني هذا أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبعا إذا كان ينص عليه قانون الشركة.

- **الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح:** في هذه الحالة، الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح أو العائد بحيث يكون محدد مسبقا، وحتى في حالة ما إذا كانت الشركة لم تحقق أرباحا، فيتم التوزيع عليها أرباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.

ج- أوراق الدين

هي عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل تقسم الى أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها سند، كما يمكن تعريفها:

على أنها « صك قابل للتداول يمثل قرضاً يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام الذي تصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائناً لها، له حق دائنية في مواجهتها، ولا يعد شريكاً فيها».

ويرتبط الاستثمار في السندات بمجموعة من المخاطر يمكن إجمالها في أسعار الفائدة ومخاطر عدم القدرة على السداد، مخاطر التضخم.

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها :

- السندات أداة دين: يرتب السند لحامله عن الشركة المصدرة حق دائنيه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء عن أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس؛

- السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز؛

-محدودية الأجل: دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له؛

- قابلية السند للتداول: وهذه الخاصية تشبه خاصية تداول السهم، خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

-خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعة من الخصائص، نذكر منها:

***القيمة الاسمية:** وهي عبارة عن القيمة الوحدوية لكل حصة، حيث على أساس هذه القيمة يتم حساب المكافأة، وكذلك تسديد قيمة السند وتشكل القيمة الاسمية السعر المرجعي للسند، وفي بعض الأحيان يقوم المصدر ببيع السند بسعر أقل من القيمة الاسمية وهنا الفرق يسمى بعلاوة الإصدار، أما في حالة بيعه بسعر أعلى من القيمة الاسمية، يسمى الفرق بعلاوة التسديد.

***معدل الكوبون:** وهو ما يعبر عن سعر الفائدة على السند المصدر، ويطلق عليه معدل الكوبون، حيث يحصل المستثمر على كوبونات يتم تحصيلها على أساسها الفوائد الدورية على السند.

***محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد وهو تاريخ الاستحقاق، أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي.

-**أنواع السندات:** تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن نميز بين السندات وفقا

لعدة معايير هي:

-**تقسيم السندات بصفة عامة:**

***سندات الخزنة:** وهي تشير إلى السندات التي تصدرها الحكومة وتكون ضامنة لها في الدفع ولا تحمل هذه السندات أية مخاطر ومعدل الفائدة محددة.

***السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال:** وهي السندات التي تصدرها الشركات الخاصة طلبا للاقتراض من السوق وهي متنوعة حسب الفائدة والدخل ودرجة المخاطر.

***السندات المحلية:** وهي السندات التي تصدرها الجهات المحلية في الدولة.

***السندات الأجنبية:** وهي السندات التي تصدرها الدول الأجنبية أو المؤسسات الدولية وغيرها.

-**تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر:** يمكن تقسيم السندات من وجهة نظر المستثمر إلى:

***السند لحامله:** وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع، أو الشراء، أو التنازل، وفي تاريخ استحقاق الفائدة بتقديم المستثمر للمصرف المختص بالكوبون، المرفق لتحصيل قيمة الفائدة.

***السند المسجل باسم المستثمر:** ويتم دفع الفوائد للشخص المسجل باسمه السند ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبها ضد السرقة أو التلف، إلا أنه غير قابل للتداول.

-**تقسيم السندات من حيث درجة الضمان:** تقسم السندات من حيث درجة الضمان إلى نوعين رئيسيين هما:

***سندات مضمونة:** وهي التي يقرر لحاملي السند حق أو امتياز مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية أو تكون السندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية أخرى لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها.

***السندات غير المضمونة:** وهي السندات غير المضمونة بأصل، أو جهة وهي ثلاثة أنواع هي:

السندات العادية: وهي التي لم يتقرر لها حق أو رهن كضمان لها ويعتبر حملة السندات العادية مقرضين للأموال يحقق لهم الحماية بموجب ملكية شهادة الاكتتاب في السند فقط.

السندات الثانوية العادية: وهي أقل مرتبة من الأسهم العادية من حيث نسبة المبلغ المتبقي من تصفية الشركة وأقل مرتبة من السندات المضمونة.

سندات الدخل: بموجب هذه السندات يحق لحاملها الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي يحققه المشروع، في حين يتم حساب فوائد السندات العادية والثانوية العادية على القيمة الاسمية للسند.

-**تقسيم السندات من حيث طريقة السداد:** يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد :

***سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

***سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

-**تقسيم السندات حسب معدل العائد:** نميز نوعان وهما:

***سندات ذات المعدل الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأن المستثمر يستطيع الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

***سندات ذات المعدل المتغير:** في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

-تقسيم السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها :يمكن أن نميز بين :

*سندات قابلة للتحويل إلى أسهم :وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم

عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

*سندات ذات علاوة :لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

-مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات : يمكن تناول مختلف المزايا والمخاطر المتعلقة بالاستثمار في السندات من خلال ما يلي :

-مزايا الاستثمار في السندات : يمكن للمستثمر في السندات أن يستفيد من عدة مزايا، منها ما يلي :

*ثبات العائد واستمراره، حيث يمكن لحامل المسند أن يحصل على قدر ثابت من الفائدة عند تواريخ استحقاق محددة باعتبار أن كوبون السند واجب الدفع ولا يرتبط بنتيجة الشركة، على عكس ما هو معروف عند الأسهم التي تدفع عنها فوائد إلا عند تحقيق الشركة نتيجة إيجابية.

*استرجاع المبلغ المستثمر في آجال الاستحقاق، في غالب الأحيان يصدر السند مضمونا بأصل من أصول الشركة، مما يمكن للمستثمر فيه أن يحصل قيمته عند الاستحقاق أو قبله إذا نصت نشرية الاكتتاب على ذلك، كما أن هناك حرية اختيار مجال آجال الاستحقاق التي قد تتراوح بين سنة واحدة إلى 25 سنة أو أكثر في بعض الحالات.

*الإعفاء الضريبي توجد بعض السندات، خاصة التي تصدرها الحكومة أو إحدى هيئاتها، التي تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي، الأمر الذي جعل الكثير من المستثمرين يجذبون الاستثمار فيها.

*الاستقرار النسبي للقيمة السوقية تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الذي لا يرغب في المخاطرة، كما يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة.

*توفير السيولة وسهولة التسوية يؤدي الاستثمار في السندات إلى توفير درجة عالية من السيولة في الاستثمارات من خلال صناع السوق، كما أن إجراء التسوية يتم بسهولة والتي يمكن أن تتولاها هيئات مختصة داخل السوق الثانوية.

-مخاطر الاستثمار في السندات : رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات إلا أنها تنطوي على جملة من المخاطر، تمثل فيها درجة المخاطر والعائد المطلوب ما يعرف بالعلاقة التعويضية فكلما زادت درجة المخاطر لابد أن تعوض بقدر من العائد، ومن أهم هذه المخاطر يمكن ذكر :

*مخاطر السيولة نظرا لكون الاستثمار في السندات يعد استثمارا متوسط أو طويل الأجل وذا مردود ثابت قد يتعرض إلى مخاطر السيولة الناجمة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بسبب التضخم مما يؤدي إلى تدهور قيمتها السوقية.

*مخاطر ناجمة عن تغير أسعار الفائدة في السوق تتغير أسعار الفائدة في السوق هبوطا وصعودا تحت تأثير قوى العرض والطلب عليها وعلى الأوراق المالية الأخرى فمعدلات التضخم السائدة ودرجة الانكماش والانتعاش أيضا تعتبر من العوامل المؤثرة على أسعار الفائدة، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة العكسية المتواجدة بين أسعار السندات والعوامل سالفة الذكر - بتأثيرها على أسعار الفائدة .-فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على أوراق مالية معينة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بقيت أسعار الفائدة عليها ثابتة- منخفضة -بسبب انخفاض الطلب عليها.

*مخاطر استدعاء السندات يتعرض المستثمر إلى هذه المخاطر عندما تكون السندات المستثمر فيها قابلة للاستدعاء، ويتم استدعاؤها من طرف الجهة المصدرة في الوقت الذي تكون فيه القيمة السوقية للسند أكبر من قيمة الاستدعاء .وفي معظم الأحيان، يكون شرط قابلية الاستدعاء ملازما للسند القابل للتحويل، لذا تستخدم الشركة المصدرة هذا الحق عندما ترتفع القيمة السوقية لأسهمها بشكل كبير.

د- الأوراق المالية المشتقة:

تعتبر المشتقات المالية من الأدوات المالية التي برزت حديثا في أسواق المال في الدول المتقدمة، الهدف منها هو أخذ الحيلة الكافية من تحقيق أي خسائر رأسمالية في الأدوات المالية المتداولة نتيجة تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، كما تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي، ومن العوامل التي ساعدت على ظهور مثل هذه الأدوات هو سرعة الانجاز في المعاملات والتبادل في الأسواق المالية، والمرتبطة على سرعة الاتصالات.

ويمكن تعريف المشتقات المالية على أنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، وسميت بهذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم أو السندات، كما أنها تعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، وهي تضم مجموعة من العقود المالية التي تتنوع على وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها.

كما تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، عقود الخيار، المبادلات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة .

وتعرف كذلك على أنها تعهد تسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل وبالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر، وتتضمن أنواع منها، المستقبلات الخيارات، العقود الآجلة والمبادلات وسميت بالمشتقات لأن قيمتها تشتق من قيمة الموجودات الأساسية والتي قد تتضمن فقرات مثل أسهم الشركات، الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، العملات، أدوات السوق النقدية ومؤشرات الأسهم والسندات .

وتظهر أهمية المشتقات من خلال فوائد عدة منها:

- ابتكار طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية التي يمكن من خلالها عزل أو إدارة المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية، بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة بما بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.

- دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.

- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها.

- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات أو لصكوك شراء السهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً. وذلك بعد تحسین أوضاع الشركة آنذاك، ولكن هناك مخاطرة فقدان قيمة الخيارات أو الصكوك ككل إذا ما انخفضت أسعار الأسهم في السوق مستقبلاً إلى مستويات متدنية تقل عن مستوى سعر الشراء المحدد في الخيار أو الصك.

وعليه فان ابرز خصائص المشتقات المالية نجد مايلي:

- ترتبط عقود المشتقات المالية بسعر فائدة محدد، ورقة مالية، سلعة، سعر صرف أجنبي؛
 - تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد؛
 - تتم تسويات المشتقات المالية في تاريخ مستقبلي؛
 - لا تتطلب المشتقات عادة استثمارات مبدئية.
- وهي عبارة عن أدوات مالية مرتبطة بأوراق مالية أخرى كالأسهم أو السندات ومن أوسعها انتشارا نجد:

د-1-الخيارات: Options

وهي حق اختيار البيع (put option) (أو الشراء call option) لورقة مالية معينة تعرف بالورقة المرافقة بشروط محددة كالسماح بالبيع (شراء) بسعر معين وخلال مدة محددة، ويستفيد المستثمر الحامل لحق لبيع (الشراء) ويمارسه عندما تكون أسعار السوق أقل (أعلى) من السعر الذي يسمح له بممارسته، وهذا حماية له من تقلبات الأسعار في المستقبل.

يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي (American options)، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي (European options) بسعر متفق عليه مقدما.

هناك نوعان من الخيارات:

- **خيار النداء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

- **خيار الطرح:** ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة ان يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

د-2-العقود الآجلة Forward Contract

تتمثل العقود الآجلة في التزام طرفين بالبيع والشراء في المستقبل، تحدد تاريخ تسليم الأوراق المالية والتسديد والسعر أثناء الالتزام بالعقد.

تختلف عقود المستقبلات عن عقود الخيار بوجوب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاقية حتى النهاية، حيث

ليس هناك التزام في عقود الخيار في تنفيذ العقد، بالإضافة إلى أن المستثمر المضارب في العقود الآجلة يتعرض لدرجة عالية من المخاطر تتجاوز تلك التي يتعرض لها المستثمر في عقود الخيار، ذلك لأنه مشتري الخيار لا تتجاوز خسارته قيمة العلاوة أو المكافأة التي يدفعها لمحرر الخيار، بينما خسارة المستثمر في العقد المستقبلي يمكن أن تشمل القيمة الإجمالية للعقد.

ج-3-عقود المبادلات Swaps

تشكل المقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسرى عقودها على أسعار الفائدة والعملات.

ويعرف عقد المبادلة بأنه « اتفاق تعاقدى يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، وبتعهدات بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهم الطرف الآخر ودون إخلال بالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إحلال بحق كل منهما لتلك الأصول » .

فخلاف العقود الاختيار تعتبر عقود المبادلة ملزمة للمتعاملين، كما أن المتحصلات و المدفوعات بين الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يومياً كما هو في العقود المستقبلية، فضلاً عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بلسلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

د-4-التوريق: Secuitization

يعرف التوريق على أنه جعل الدين في ذمة الغير في المدة ما بين ثبوته في الذمة وحلول آجاله صكوكا قابلة للتداول في السوق الثانوية.

د-4-عملية إعادة الشراء (Repo) Operation Repurchase

هي اتفاق بين طرفين على بيع كمية معينة من الأوراق المالية مع تعهد البائع بإعادة شراء هذه الأوراق بعد مدة محددة بسعر أعلى من سعر البيع المتفق عليه.

د-5-مقايضة الائتمان الافتراضية

هي عقود يتم بموجبها دفع مبالغ من المال إلى شركات التأمين، وعند تخلف المقترضين عن الدفع تقوم هذه الشركات بالتعويض عن المبالغ المستحقة.

المحور السادس

كفاءة سوق الأوراق المالية

إن توفر البيانات والمعلومات أمر ضروري للمستثمرين في الأسواق المالية، كما أن توافرها أمر أساسي لسلامتها واستقرارها واستمرارها، لهذا توجب توفير المعلومات والبيانات الصحيحة للأدوات المتداولة في السوق.

1- السوق المالية الكفؤة - مفهومها ،مقوماتها وأساليب قياسها:

تبنى قرارات البيع والشراء في البورصة على أساس التوقعات واحتمالات تحققها، كما تبنى توقعات المستثمرين على المعلومات المتدفقة من أسواق الأوراق المالية، وأهم المعلومات التي يحتاجها المستثمر في سوق الأوراق المالية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1 -أسعار وعوائد أوراق الدين؛

2 -أسعار الأسهم وعوائدها المتحققة من خلال التوزيعات؛

3 -معلومات مصدري الأوراق المالية؛

4 -بيانات اقتصادية كلية والوضع المالي بشكل عام؛

5 -بيانات عن الحسابات القومية (الناتج المحلي، عرض النقود، الاستخدام، التضخم... الخ)

1-1- مفهوم كفاءة السوق (Efficient Market)

هو ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تعلقت بالتسجيل التاريخي لسعر السهم أو في القوائم المالية للشركة أو حتى تأثير الحالة الاقتصادية على أداء الشركة.

ففي ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، بالمعلومات عن وجود فارق بين القيمة السوقية المالية للسهم وبين قيمته الحقيقية نتيجة لورود معلومات جديدة سيتم تحليلها بسرعة لتصل لجميع البائعين والمشتريين في الوقت نفسه.

أي أن السوق الكفاء هو السوق الذي تتبادل فيه الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيمة الحقيقية لهذه الأسعار.

كما يمكن تعريف السوق الكفوة بأنها سوق تعكس فيها سعر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محدودة بشأن سعر الورقة المالية.

وفي السوق الكفاء يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة.

ومنه يمكن تقديم مفهوم الكفاءة السوقية على أنها تلك الأسواق التي تحقق الأهداف الآتية:

- التخصيص الأمثل للموارد؛
- التقييم الدقيق للمبادلات؛
- تقديم خدمات بأقل تكلفة.

1-2- خصائص السوق الكفاء:

لاحظنا بأن السوق الكفاء تعني إمكانية استجابة السعر للمعلومات الواردة إلى السوق أو قيام

- جميع المتعاملين بالتحرك اتجاه هذه المعلومات، وانطلاقاً من ذلك فإن أهم خصائص السوق الكفاء مايلي:

- المنافسة الكاملة: أو ما يطلق عليها عدالة السوق، فعندما يزداد عدد المتعاملين ينعلم الاحتكار وتصبح قوة المضاربين مؤثرة على السعر بنفس مستوى المعلومات الواردة.

- كما يطلق أيضاً على هذه الخاصية بخاصية العمق، فأسعار الأوراق المالية في السوق العميقة لا

تختلف بكثير من صفقة لأخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأوراق لا

يكونون عرضة للخسارة في هذه الأحوال، أي أنهم يأخذون مخاطرة أقل لأن الفرق بين أسعار الطلب والعرض يكون ضيقاً.

- السيولة: تعتبر السيولة في سوق الأوراق المالية أحد أهم المحفزات للمستثمرين، والسيولة تعني إمكانية التخلي أو بيع أصول مالية بسرعة ودون خسارة، أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيرا عن سعر شراء الأصل، ما لم تظهر أية معلومات جديدة مؤثر على الأسعار المعلنة.
- استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني استمرارية السعر أن أسعار الأوراق المالية لا يتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى، إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تؤثر في السعر.
- حيوية السوق : عندما يختل التوازن ما بين العرض والطلب في السوق، يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن، وعندما تزداد الأوامر على السوق بسبب أي تغيير طفيف في الأسعار، فإن هذا يدل على حيوية سوق الأوراق المالية إضافة إلى الخصائص التالية الواجب توفرها في سوق الأوراق المالية حيث نقول أنه سوق كفؤ وتتمثل فيما يلي:
- الأمن والأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر، وعلى إدارة السوق حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية، أو الوهمية.
- العقلانية وإمكانية التعامل مع السوق بحلول الربح، بناء الربح على معلومات واردة إلى السوق تسمح بارتفاع الأسعار، كما ويجب توافر البدائل عند وجود عدة خيارات أمام المستثمر لكي يتصف بالعقلانية. كون المعلومات منتشرة، بحيث لا يمكن لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص أن يعرف بها قبل الآخرين.
- كما أن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء هو تقدير جيد لقيمتها الاستثمارية، حيث القيمة الاستثمارية هي القيمة الحالية للنتائج النقدية من الورقة في المستقبل، كما قدرت بواسطة محللين متميزين، ولديهم المعلومات الكافية بحيث أي فروق جوهرية بين السعر والقيمة هي انعكاس حقيقي لعدم الكفاءة في السوق.

1-3- مقومات السوق الكفاء

هناك أربع مقومات أساسية للسوق الكفاء:

أ - دقة وسرعة وصول المعلومات؛

ب - كفاءة التشغيل والتسعير؛

ج - السيولة؛

د - عدالة السوق

أ. دقة وسرعة وصول المعلومات:

إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصيص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية

ب. كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير أو ما تسمى بمتطلبات كفاءة السوق (سيتم التطرق إليهما بالتفصيل لاحقاً)

ج. السيولة:

يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.

د. عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على

نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

1-4- أساليب قياس فرضية السوق الكفاء

لقد اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق الأوراق المالية على التحليل التطبيقي دون الاستناد إلى جانب نظري وهو ما جعل FAMA يقوم بصياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة أو اللعبة العادلة والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية التي تتماشى مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

ويعتمد سعر الورقة المالية وفقاً لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية (+) ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين (+)، $(1++)$ ليصل السعر إلى (P_{T+1}) الذي يعكس تأثير المعلومات الجديدة، ويتصف وصول المعلومات بالحركة العشوائية مما يجعل السعر الذي يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية $(T+1)$ لا يكون مساوياً في بعض الأحيان السعر الذي يتم عنده التداول في الفترة $(T+1)$

ويؤدي ذلك إلى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذي تم به تداول الورقة المالية في الفترة الزمنية $(T+1)$ والسعر الذي توقعه المستثمر أن يسود في تلك الفترة كما توضحه المعادلة التالية:

$$\xi_{T+1} = P_{T+1} - E_T(P_{T+1})$$

حيث أن:

$$\xi_{T+1} = \text{حد الخطأ العشوائي}$$

$$P_{T+1} = \text{سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية } (T+1)$$

$$\text{السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة الزمنية } T+1 \text{ والذي صاغه المستثمر عند النقطة } T = E_T(P_{T+1})$$

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناءً على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون باتخاذ القرارات جيدة الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية.

وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة كالاتي:

$$\$P(R_T + n/\Omega_{TP}) = \$ (R_T + n/\Omega_T)$$

حيث أن:

Ω_T = كافة المعلومات التاريخية والحالية.

Ω_{TP} = المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية.

وترجع المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحا غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ وتأخذ الصيغة الآتية:

$$M_{T+1p} = R_{T+1} - E^P(R_{T+1}\Omega_{TP})$$

حيث أن:

M_{T+1p} : خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية $T+1$ ويمثل الخسائر أو الأرباح غير العادية.

R_{T+1} : معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية $T+1$.

$E^P(R_{T+1}\Omega_{TP})$: معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية $T+1$.

وفي الأخير يأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية:

$$P_T = a + b\theta + et$$

حيث أن:

P_T : سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية .

θ : المعلومات.

et : الخطأ العشوائي.

a : معدل العائد الفعلي على الاستثمار في الزمن "t" .

b : معدل العائد المتوقع تحقيقه في الزمن "t" .

كما يوجد نموذج آخر لقياس الكفاءة، حيث يقدم النموذج إطار للعلاقة بين العائد المتوقع والتغيرات في المخاطر، أو تذبذب عائد الأصول وفق النظرية المحفظة ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$Y_t = u_t + \delta 1h_t^{1/2} + \xi_t$$

حيث أن:

Y: عائد الأوراق المالية

U: تقديرات المعلومات الماضية

ξ_t : الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة

H_t : تباين الخطأ

يوضح هذا النموذج أهمية الارتباط بين العائد والمخاطر، وانخفاض درجة تقلب العائد في السوق إلى جانب ضرورة استجابة الأسعار للمعلومات لتكون السوق كفئاً.

2- المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تعتمد على مجموعة من الفرضيات.

- سيادة نظام المنافسة التامة بخصائصه الرئيسية والمتمثلة في وجود عدد كبير من المشاركين والمتنافسين في السوق وتوفير الشفافية التامة في السوق، رشادة المستثمرين، إتاحة المعلومات للجميع؛
- يجري إعداد وتحليل ونشر المعلومات بتكاليف زهيدة نسبياً حتى تكون في متناول الجميع؛
- يقوم المستثمرون المتنافسون بتعديل أسعار الأدوات المتداولة بسرعة؛
- لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة.

نجد فرعين لكفاءة سوق رأس المال:

1. الكفاءة الكاملة

يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة للسوق والوصول إلى تلك النتائج المحددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.

ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة ينبغي توافر الشروط التالية:

- المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين وبدون أي تكلفة، مما يؤدي إلى تماثل توقعات المستثمرين نتيجة تماثل معلوماتهم؛

- أن لا تكون هناك أي قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات، ضرائب وغيرها؛

- ينبغي تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإن قرارات أ وتصرفات أي واحد منهم لا تؤثر على

الأسعار؛

- المتعاملين يتصرفون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة؛

- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الاسهم، دون شروط وبسهولة ويسر.

2. الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient Market

في الواقع العملي تتواجد تكاليف المعاملات، كما توجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق، إضافة إلى اختلاف الإمكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمتعاملين والمستثمرين وقدرتهم على سرعة تفسير المعلومات الواردة، وبالتالي فإن الكفاءة التامة لا تتحقق، وعندها يمكن قبول الكفاءة الاقتصادية، حيث يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وهذا ما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت.

ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

وباعتبار الكفاءة الكاملة في السوق المالي تكاد تكون مستحيلة، وفي المقابل يمكن أن ينفرد بعض المستثمرين بمعلومات خاصة مما يمكنهم من تحقيق أرباح غير اعتيادية، ومن هنا تتباين الكفاءة وتتخذ عدة مستويات بناء على المعلومات المتاحة حيث ظهر ثلاث صيغ أو مستويات لكفاءة السوق وهي:

-المستوى الضعيف لكفاءة السوق؛

-المستوى شبه القوي لكفاءة السوق؛

-المستوى القوي لكفاءة السوق.

1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق

أي أن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية مثل حجم الصفقات السابقة أو حركة الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر الماضية، وتكون حركة الأسعار في المستقبل مستقلة تماما عن المتغيرات التي حدثت في الماضي، أي أن التغيرات السريعة المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، وبالتالي وفي ظل هذا الوضع لا يستطيع المستثمرين تحقيق عوائد استثنائية، وفي ظل المستوى الضعيف لكفاءة تكون الاختلافات واسعة بين السعر السوقي للسهم وقيمه الحقيقية.

لقد اختبرت الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق من خلال العديد من المداخل لتقييم حركة الأسعار العشوائية، والتأكد من مدى ارتباط أسعار الأوراق المالية بالمعلومات الماضية والتي منها اختبار الأنماط وسلسلة الارتباط وقواعد التصفية، واستخدمت العديد من الدراسات هذه الاختبارات وأكدت صحة فرضيات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

لدينا عدة طرق لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، من أهمها:

* **اختبار الأنماط:** يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+ : تعني حركة سعرية بالزيادة؛

- : تعني حركة سعرية بالانخفاض؛

0: تعني عدم وجود حركة.

* اختبار سلسلة الارتباط: يعتمد هذا الارتباط على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث وفي المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار.

2-المستوى شبه القوي لكفاءة السوق

تفترض هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات بما في ذلك المعلومات العامة(تقارير سنوية، إعلانات عن الأرباح، توزيعات الأسهم المجانية...)، لذلك وفي ظل هذا المستوى من الكفاءة فإن المستثمرين يستخدمون ما يتاح من معلومات للتقويم ولا يوجد منهم من هو قادر على تحقيق أرباح استثنائية، غير أن استجابة أسعار الأسهم بما هو متاح في بداية الأمر قد لا تكون صحيحة، لأنها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن هذه المعلومات، إلا أنه يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم وهذا ما تم توضيحه سابقا عند الحديث عن الكفاءة الاقتصادية للسوق.

3-المستوى القوي لكفاءة السوق

تقتضي هذه الصيغة بأن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة والمعلومات المميزة أو السرية، وبالتالي يستحيل لأي مستثمر في هذه الحالة تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين. غير أنه في الواقع العملي لا يمكن أن تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الصيغة من الكفاءة، حيث يمكن أن ينفرد كبار الموظفين والمساهمين بمعلومات سرية عن الشركة قبل اعلانها بشكل رسمي، مما يمنحهم الأفضلية في تحقيق أرباح غير عادية قبل باقي المتعاملين.

يتضح من خلال المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، أن هناك خلاف على حقيقة الصيغة القوية والشبه القوية للكفاءة، وأن الصيغة الضعيفة تحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق بحيث يصعب على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار الماضية.

3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

حتى تحقق سوق رأس المال التخصيص الأمثل للموارد المتاحة وبالتالي تتحقق كفاءة السوق يجب توفر:

1-3- كفاءة التسعير: Price Efficiency

ويطلق عليها أيضاً الكفاءة الخارجية External Efficiency والمقصود بذلك أن المعلومات الجديدة تصل إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة ودون وجود فاصل زمني وبدون دفع تكاليف باهضة مما يجعل أسعار الأسهم تتحرك مما يعكس كافة المعلومات، وهذا ما يجعل الفرصة متاحة لجميع المتعاملين لتحقيق الأرباح، ولكن يصعب على أي واحد منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمر صعب حسب في هذا السوق إلا أنه أيضاً غير مستحيل للأسباب الآتية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظراً لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة؛
- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، غير أن هذا يحدث لعدد قليل من المستثمرين ولمرات محدودة.

2-3- كفاءة التشغيل Operational Efficiency

ويطلق عليها الكفاءة الداخلية Internal Efficiency ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، وذلك دون أن يتحمل المتعاملون في السوق تكلفة عالية السمسرة، كذلك عدم إتاحة فرصة لتحقيق هوامش ربح مرتفعة التجار والمتخصصين (صناع السوق).

لهذا نجد أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، وهذا ما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.

وهناك مجموعة من الأساليب التي من شأنها تحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض التكاليف، حيث تتمثل هذه الأساليب في:

- السماح للمؤسسة بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، وهذا من شأنه تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين، ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه، وقد تم استخدام هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية؛

- جعل عمولة الشراء حلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط التداول في السوق؛
- القرارات التي تتخذها إدارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين الطلب والعرض. وتوفر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل للأسواق مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها:
- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار؛
- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه وبهذا تتحقق الفرص أمام المستثمر للبيع أو الشراء؛
- أن يتوفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة الى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، والتي تكون في شكل نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة؛
- توفر عنصر الشفافية وعدم احتكار المعلومات عن أسعار الأوراق المتداولة وعن الصفقات المتاحة للجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة؛
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، إضافة الى كل هذا يشترط أن تكون السوق ومتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق.

المحور السابع

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

لكل استثمار عائد متوقع (احتمالي) قد يتحقق وقد لا يتحقق وعائد فعلي وهو الذي يحصل عليه المستثمر بالفعل، فإذا اختلف العائد الاحتمالي عن العائد الفعلي نقول بوجود المخاطر.

ولذلك فإن المخاطرة يمكن تعريفها على أوجه عدة منها :

- أن المخاطرة هي التقلب المحتمل في النواتج، وأن الخطر مفهوم موضوعي يمكن قياسه كمياً، وأنه يخلق خسائر محتملة، حيث يمكن أن يترتب على التصرف الذي يصاحبه الخطر مكاسب أو خسائر، ولا يمكن التنبؤ بأيهما سوف يحدث فعلاً.

- أن المخاطر تعني احتمال اختلاف العائد للاستثمار عن العائد المتوقع، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة الخطر.

وتنقسم المخاطر في الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي المخاطر المنتظمة، المخاطر غير المنتظمة، والمخاطر المختلطة.

1- المخاطر المنتظمة

وتسمى أيضاً المخاطر العامة أو العادية ، وهي ذلك النوع من المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام، ولا يقتصر تأثيرها على أداة مالية معينة ، أو قطاع معين، أو سهم معين ، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة، أو حالات الكساد، أو ظروف التضخم ، أو معدلات أسعار الفائدة ، أو الحروب ، أو الانقلابات السياسية .

فهي مخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع لأنها تحديدا هي المخاطر الناجمة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وتؤدي إلى عدم التأكد من عائد الاستثمار بالنسبة للشركات العاملة كافة بالسوق في فترة زمنية محددة .فهذه المخاطر تتعلق بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في كل السوق المالي

ومن الواضح أن جميع الاستثمارات تتأثر بالمخاطر أو العوامل التي تم ذكرها، ولكن بدرجات متفاوتة، وتكون درجة المخاطر مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا أساسية كصناعة الصلب والحديد وصناعة الأثاث، وكذلك الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية كشركات الطيران.

وتتسم هذه المخاطر بالخصائص التالية:

-تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام.

-لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

-ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية (مثل: الإضرابات العامة، الكساد، التضخم، ارتفاع الفائدة، الحروب، الاغتيالات)؛

-تكون درجة المخاطر المنتظمة عالية في حالات عدة منها:

الشركات التي تنتج سلعا غير أساسية (السلع الحديدية، السلع الكيماوية)

الشركات التي تتصف أعمالها بالموسمية (شركات الطيران).

شركات تنتج سلعا تتعرض لسرعة التقادم (الالكترونية) □ .

1-1- مصادر المخاطر النظامية

إن مصادر المخاطر النظامية عديدة منها :

● **مخاطر التغير أو التذبذب في أسعار الفائدة :** وهي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين

العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة، بسبب حدوث تغيير في أسعار العوائد السوقية خلال مدة الاستثمار،

فمثلاً المستثمر الذي اشترى السند كأداة استثمارية، ويتوقع الحصول على دخل ثابت ومستمر نتيجة

استثماره، سوف يتأثر بالتغير في أسعار الفوائد بشكل عكسي .

لذلك فالعلاقة عكسية بين سعر الفائدة في السوق وأسعار السندات ، بمعنى أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق

عن سعر الفائدة الذي ينتج عن السند ، سوف يؤدي إلى انخفاض أسعار (أو القيمة السوقية) لهذه السندات

والعكس صحيح أيضاً .

هذا التأثير يختلف من أداة لأخرى، فيكون الأثر أكبر في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات،

والأسهم الممتازة، وأقل في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم العادية.

ويمكن الحد من مخاطر التغير في أسعار الفوائد السوقية بالنسبة للمستثمرين في السندات، وذلك عن طريق شراء سندات قصيرة الأجل، التي من الممكن أن تكون أقل تعرضاً للتقلبات في أسعار الفوائد من السندات طويلة الأجل. إلا أنه هناك علاقة طردية بين مدة الاستثمار ومعدل الفائدة على السندات .

● **مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد :** وهي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للدخول أو المبالغ المستثمرة ، نتيجة لوجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس على القوة الشرائية لوحدة النقد فتتدنى قيمتها ، بعبارة أخرى هي المخاطر الناجمة عن التآكل في قيمة النقود بسبب ارتفاع الأسعار.

● **المخاطر السوقية:** تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم. وحالات الكساد تؤثر في الاستثمارات المالية لا سيما الاستثمار بالأسهم العادية، حيث تنخفض أسعار تلك الأسهم. ومن الأمثلة على المخاطر السوقية حالات الكساد التي حدثت في الماضي، والتي أثرت بشكل مباشر وكبير في أسعار الأسهم السوقية، ومن أحدث الأمثلة على المخاطر السوقية، الانهيار الكبير في أسعار الأسهم في العام 2008 بسبب الأزمة المالية التي نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم امتدت إلى باقي دول العالم .

2- المخاطر غير المنتظمة

أو المخاطر غير النظامية، والتي تسمى المخاطر غير السوقية أو المخاطر الخاصة، فهي: ذلك النوع من المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه العوامل حدوث إضراب عمالي معين، أو شركة معينة، والأخطاء الإدارية، وظهور اختراعات جديدة، والتغير في أذواق المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر في منتجات شركات معينة .

وعادة فإن الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير النظامية ، هي الشركات التي تنتج السلع الاستهلاكية، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي، أو على حالة سوق الأوراق المالية، وتتأثر درجة المخاطر هنا، إما بطبيعة السلعة التي تنتجها، أو بالتغير في طبيعة مكونات أصول هذه الشركة، أو بدرجة استخدام الاقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها، أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة. يستطيع المستثمر أن يحد من هذه المخاطر عن طريق تنويع استثماراته،

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر غير المنتظمة هي الشركات التي تنتج سلعا استهلاكية غير معمرة مثل شركات المشروبات الغازية وشركات السجائر وما شابهها، حيث أن مبيعاتها لا تعتمد على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة السوق بدرجة كبيرة،

2-1- أنواع المخاطر غير المنتظمة

- **مخاطر سعر الفائدة:** يعتبر الاستثمار بالأوراق المالية المختلفة ذو علاقة قوية بتغيرات معدل الفائدة، وكذلك الاقتراض المباشر بديلا لإصدار الأسهم من منشآت الأعمال، وبالتالي تنعكس التغيرات في معدلات الفائدة على أسعار وعوائد الأوراق المالية دافعة المخاطر إلى الزيادة أو النقصان. فارتفاع الفائدة المصرفية بصورة كبيرة قد يترتب عليه انخفاض أسعار الأسهم، لأن البديل الاستثماري لوحدات الفائض في الاقتصاد أصبح جذابا. وتبرز مخاطر تقلبات الفائدة في أدوات الدين (السندات) بصورة أكبر من غيرها من الأوراق المالية فارتفاع الفائدة إلى (8%) مثلا مقارنة بعائد القسيمة للسند (6%) ينعكس في خسائر رأسمالية للاستثمار في هذا السند.

- **مخاطر النشاط:** هي تلك المرتبطة باحتمالية انحراف مؤسسة (جهة الإصدار) عن تحقيق أهدافها، أو احتمال تدني قدرة المؤسسة في المحافظة على مركزها التنافسي في السوق، مما ينعكس في تقلب أرباحها بشكل مستمر (أو تحقيق خسائر) في المستقبل. والتحري عن هذا المخطر يأتي من خلال متابعة سلوك المنظمة ووضعها في السوق من حيث المؤسسات المنافسة ورواج منتجاتها كما ونوعا فضلا عن مؤشرات نموها في المستقبل، لذلك فعلى المستثمر في ورقة مالية ما (غالبا أسهم) توخي الدقة في الاختيار لمؤسسة الإصدار من حيث نشاطها والصناعة التي تنتمي إليها.

- **مخاطر الدورة التجارية:** تشهد الأسواق بمختلف أنواعها دورات تجارية (أعمال) منتظمة من رواج وكساد، فضلا عن اختلاف مستويات الرواج والكساد خلال الدورة، وأصبح تحليل الأسواق في ظل حركة الدورة التجارية أمرا معروفا لدى الاقتصاديين، والمستثمرون في الأوراق المالية معنيون مباشرة بتحليل الورقة المالية محل الاستثمار، من خلال متابعة سلوكها التاريخي ومدى تقلب العوائد بالارتباط مع حالة النشاط الاقتصادي السائد للتعرف على مدى ارتباط هذه الأداة الاستثمارية بحركة السوق. وتؤدي نتائج التحليل التاريخي لسلوك الأوراق المالية إلى حقائق نسبية مفادها بأن أسهم منشآت الأعمال التي لها دورات معينة سوف تستمر بالأغلب على هذه الدورات مستقبلا، كما أن أسهم المنشآت التي شهدت نموا جيدا يتوقع استمرار ذلك مستقبلا أو مقاربا لذلك، وإن مثل هذا التحليل يساعد المستثمر في اختيار الورقة المناسبة فضلا عن التوقيت المناسب المرتبطين بالمخاطر الناجمة عن الدورة التجارية للسوق.

- **مخاطر السوق:** هي التغيرات التي تحدث في الفوائد على الأوراق المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي.
- **مخاطر الأعمال:** هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة.
- **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر المعنية بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق المالية.
- **المخاطر المالية:** تتعرض الشركة إلى مخاطر إضافية بسبب اعتمادها على مصادر التمويل المقترحة في هيكل تمويل الشركة فكلما زاد اعتمادها على القروض كلما تعرضت إلى مخاطر إضافية متمثلة في عدم القدرة على التسديد وهذه المخاطر الإضافية تعرف بالمخاطر المالية.
- **مخاطر التضخم:** تتمثل مخاطر التضخم في المخاطر الناشئة عن انخفاض القدرة الشرائية لقيمة الاستثمار في الأوراق المالية أو العائد التي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد.

2-2- مصادر المخاطر غير النظامية

- **مخاطر الإدارة:** من الممكن أن تتسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة، في اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار، على الرغم من قوة المركز المالي للشركة وجودة منتجاتها، لذلك تدخل المخاطر الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير النظامية، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد لتلك الشركة حتى في حالات الازدهار في الاقتصاد .
- ومن الأمثلة الإدارية الشائعة، سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة ، وإضرابات العمال، وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة عليها ، وخسارة المبيعات أو فقدان ممولين أساسيين للشركة، مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم ، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على التعامل مع الأزمات .
- **مخاطر الصناعة :** وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح ، دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع . فمثلاً عندما يقرر اتحاد العمال في إحدى الصناعات القيام بإضراب فإن جميع الشركات في هذا القطاع ، علاوة على العملاء والممولين سيتأثرون بدرجة كبيرة بهذا الإضراب، وإذا ما استمر هذا الإضراب لمدة طويلة فسيحدث ضرر كبير في الأرباح والقيمة السوقية لأسهم شركات القطاع ، ومن الممكن أن يفيد المنافسين في الصناعات الأخرى بدرجة كبيرة .

وقد تتأتى مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها : عدم توفر المواد الأولية، ففي الحرب العالمية الثانية، حدثت خسائر جسيمة للشركات المنتجة للإطارات، بسبب عدم توافر المطاط الطبيعي، الى أن تم تصنيع المطاط الصناعي . ومن المخاطر الأخرى: ظهور قوانين تمس صناعات معينة، مثل قوانين حماية البيئة من التلوث ، التي كان لها تأثيراً على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد ، وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة .

- **المخاطر الناتجة عن تغير أذواق المستهلكين:** تظهر هذه المخاطر نتيجة التوقف عن استخدام منتج معين، بسبب ظهور منتج آخر أكثر تطوراً، وأحدث من المنتج القديم، وأفضل مثال التطورات التي حصلت على التلفزيون، وكذلك في مجال الهواتف النقالة .

- **المخاطر الناتجة عن وجود المنافسة :** تظهر هذه المخاطر بسبب المنافسة الأجنبية التي ستؤثر سلباً على الصناعة المحلية ، ومن أمثلة ذلك منافسة صناعة السيارات ، والإلكترونيات اليابانية لمثيلاتها الأمريكية .

3- المخاطر المختلطة : وتتمثل فيما يلي:

- **مخاطر الرفع التشغيلي :** وتمثل الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في التكاليف الكلية، فمثلاً إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة يعني أن هذه الشركة تتميز برافعة تشغيل عالية، وتعني رافعة التشغيل العالية أن زيادة صغيرة في المبيعات تنتج عنها زيادة كبيرة في الأرباح كما أن انخفاض صغير في المبيعات تنتج عنه نقص كبير في الأرباح، فالشركة التي تكون درجة الرفع التشغيلي لديها عالية تكون معرضة أكثر من غيرها لمخاطر انخفاض أسعار أسهمها في حال حدوث انخفاض في قيمة مبيعاتها.

- **مخاطر الرفع المالي :** يرتبط الرفع المالي بما يعرف بهيكل رأس المال، فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية لموجوداتها يكون الرفع المالي فيها مرتفعاً والعكس صحيح، فالتمويل باستخدام الرفع المالي يهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع ومن ثم تعظيم العائد على حقوق المساهمين وهذا يعني أنه كلما زادت نسبة التمويل بالدين في هيكل تمويل الشركة ازدادت نسبة التغير في أرباح الأسهم الناتجة عن أي تغير صغير في الأرباح.

المحور الثامن

مؤشرات الأسواق المالية

يعتبر استخدام مؤشرات سوق الأوراق المالية أداة مهمة لقياس تحركات السوق وتحليلها والتنبؤ باتجاهاته مستقبلاً، وكذا مقارنة أداء الأسواق فيما بينها وهذا ما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، حيث يعتبر المؤشر معيار لأداء السوق.

1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تعددت تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية ويمكن ذكر:

تعريف 1: «يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة».

تعريف 2: «يمثل مقياساً لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، حيث يمثل مؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواءً في الدول النامية أو الدول المتقدمة، ويستخدم لكل سوق مؤشراً وعدد من المؤشرات لتقييمه».

تعريف 3: «مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى».

تعريف 4: «مؤشر السوق هو المقياس الرئيسي لحركة الأسعار السوق، حيث تضمن مكونات كل مؤشر مجموعة مختارة من أسهم الشركات والتي يمثل كل منها في المؤشر وزناً نسبياً يحدده رأس المال السوقي للشركة المصدرة له وعدة عوامل أخرى، وقد يتسع نطاق المؤشر فيضم مجموعة كبيرة من الأسهم تمثل القطاعات المختلفة في السوق المالي، وبالتالي تعبر عن اتجاهات السوق بأكمله أو يضم عدد صغير من الأسهم تمثل قطاعاً معيناً من السوق».

تعريف 5: «المؤشر هو معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات ويهدف قياس أداء البورصة وتطوراتها». إذن المؤشرات أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات، وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمية، متوسطات وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجحاً أو غير مرجح لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية، هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.

إذن الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به هو عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه

الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه ننتقل إلى فترة مستقبلية.

وبشكل عام يعرف المؤشر على أنه:

« قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال »

ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في فترة البداية ثم تقارن قيمته في نقاط زمنية لاحقة، فيتم تحديد تحركات السوق سواءً نحو الأعلى أو الأسفل، من خلال انعكاس اتجاه السوق فيه.

ولمؤشر السوق عدة مزايا تتمثل في:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد الى صورة كمية، حيث أن هذه المؤشرات تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، ويمكن أن تعكس هذه المؤشرات الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛

- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يقوم المراقبون في السوق بتحديد المشاكل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق يعكس ذلك أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛

- إن حجم التدفقات النقدية المستقبلية يمثل أحد الاتجاهات المحددة لسعر السهم، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان فإن هذا المؤشر سوف يعكس هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق؛

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، وهذا ما سيؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة الأسواق الواعدة؛

- إعطاؤه فكرة سريعة عن محفظة الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر والعائد والمتولد عنها؛

- التمييز في كفاءة المديرين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار حيث يوضح المؤشر مستوى الأداء لأولئك المديرين فيسهل على المستثمر الحكم عليهم؛

- تقدير مخاطر المحفظة، حيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على

محفظة السوق، والذي يقاس بدوره بمعامل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

2- كيفية بناء مؤشرات السوق

يعكس المؤشر في سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار، وذلك على عينة من أسهم الشركات المكونة لهذا السوق، على أن يتم مراعاة أن تعكس العينة حالة السوق.

وعلى الرغم من تفاوت كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي العينة الملائمة لتحديد الأوراق النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

أ. حجم العينة وملائمتها:

تعتبر العينة إحصائياً على أنها جزء من مجتمع يوضح الدراسة، وتعرف العينة المتعلقة ببناء المؤشر على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، على أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاث جوانب وهي:

✓ **الحجم:** أي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

✓ **الاتساع:** ويقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات الموجودة في السوق.

✓ **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر والتي يجب أن يكون السوق الأساسية التي يتم بها تداول الأوراق المالية.

ب. الأوراق النسبية:

ويقصد بها القيمة النسبية المعطاة لكل سهم في أسهم العينة المكونة للمؤشر، أي الوزن النسبي للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر وهناك ثلاثة طرق للترجيح وهي:

✓ الترجيح على أساس السعر:

يتحدد وزن كل سهم على أساس سعر السهم الى مجموع أسعار الأسهم الأخرى المكونة للمؤشر.

$$\frac{P_1}{\sum P} \quad \frac{P_2}{\sum P} \quad \frac{P_3}{\sum P} \quad \frac{P_n}{\sum P}$$

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم، والذي لا يعكس أهمية المؤسسة أو حجمها، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

✓ الترجيح على أساس الأوزان المتساوية:

أي إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم من أسهم المؤشر، أي عامل ترجيح.

أي أن الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح

مثال:

إذا كانت هناك محفظة قيمتها الإجمالية 900 دج، وكانت هناك 3 أنواع من الأوراق المالية A.B.C ، وكان سعر كل ورقة على التوالي: 150 دج، 100 دج، 75 دج، وبناء على أساس تساوى الأوزان، فإنه يفترض تساوي المبلغ الممنوح لكل ورقة: 900 : 3 = 300 دج
أي:

الورقة A : 150 X 2 = 300 دج

الورقة B : 100 X 3 = 300 دج

الورقة C : 75 X 4 = 300 دج

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر. حيث يقتصر الترجيح على أساس السعر دون مراعاة عدد الأسهم المتداولة.

وبهذا فإنها لا تؤخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساوياً في السنة الأولى فإن هذا التساوي دائماً ما يختفي مع التغير في الأسعار.

✓ الترجيح على أساس القيمة السوقية (الرسملة):

وهذا المدخل هو الأكثر استعمالاً لحساب بعض المؤشرات، حيث يتم حساب وزن كل سهم بقسمة القيمة السوقية للورقة على القيم السوقية:

$$\frac{P_1 Q_1 = C_1}{\sum C} \quad \frac{C_2}{\sum C} \quad \frac{C_3}{\sum C} \quad \frac{C_n}{\sum C}$$

ويحسب المؤشر اعتماداً على العلاقة التالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

حيث:

index: الفترة المؤشر في قيمة t

P_t : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

P_t : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس

Q_t : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

المحور التاسع

العائد والمخاطرة

من المنطقي أن أي مستثمر يعطي اهتماماً متوازناً للعائد المتوقع من الاستثمار والمخاطرة المصاحبة لهذا العائد فهو يفضل دائماً عائد أكبر ومخاطرة أقل.

1- العائد

يعرف العائد "أنه صافي التدفق النقدي، الناتج عن استثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة كما أن زمن حدوث التدفقات النقدية الصافية أمر مهم بسبب للقيمة الزمنية للنقود، فكلما كان زمن التدفق النقدي الداخل أقرب كان الوضع أفضل".

ويعرف كذلك "هو مقدار الإضافة أو الزيادة التي تنتج عن الثروة نتيجة الاستثمار المالي." فالعائد المطلق عبارة عن الثروة في نهاية الفترة - الثروة بداية الفترة، ومنه فإن:

$$\text{معدل العائد} = \frac{\text{التدفقات النقدية} - (\text{ت}_0 - \text{ت}_1)}{\text{ت}_0}$$

وأن كل التوقعات المستقبلية ترافقها حالة من عدم التأكد حيث لم يعد المستثمر متأكد من العوائد على الاستثمارات ويلجأ إلى استخدام الاحتمالات التي ترافق كل عائد متوقع، وكل هذا ينتج للمستثمر أن هناك أكثر من عائد محتمل على استثمار واحد نتيجة الاختلاف في الظروف الاقتصادية ودرجة أداء المؤسسات المصدرة للأوراق المالية فقد تكون جيدة أو متوسطة أو سيئة، فعلى المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار العناصر التالية:

- حالات الأداء المتوقعة والتي لها علاقة بالاستثمار؛

- احتمال حدوث كل حالة من هذه الحالات؛

- العائد الممكن تحقيقه مع كل حالة.

مثال :إذا كانت لدينا المعطيات التالية:

حالات الأداء	احتمال حدوث كل حالة	العائد
- جيدة أ	0.2	20
- متوسطة ب	0.6	10
- سيئة ج	0.2	10-

$$\text{العائد المتوقع} = (0,2 \times 20) + (0,6) 10 + (0,2) (10-) = 8$$

هذا لا يعني أن المستثمر متأكد من حدوث وتحقيق هذا العائد فلا تزال هناك حالة عدم التأكد، فالقيام بعملية الاستثمار بمعرفة العائد وحده قد يؤدي إلى نتيجة سلبية، وعليه يصبح من الضروري البحث عن درجة عدم التأكد والمخاطرة المرافقة للعائد المتوقع.

وللعائد عدة مفاهيم سيتم توضيحها كمايلي:

أ. معدل العائد المتوقع: Expected Return

يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه.

ومنه فإن:

$$\text{معدل العائد المتغير} = \frac{\text{التغيرات المتوقعة في السعر السوقي} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة المتوقعة}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

ب. معدل العائد المحقق: يعرف بأنه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل على المستثمر فعلياً ويحسب وفقاً للمعادلة التالية:

ومنه فإن:

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{\text{التغيرات المتوقعة في السعر السوقي} + \text{مقسوم الأرباح الموزعة الفعلية}}{\text{مبلغ الاستثمار الكلي}}$$

ج. معدل العائد المطلوب: يعرف بأنه أدنى معدل عائد للاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك الحالي للمستقبل، ومنه فإن:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة * + (متوسط معدل العائد لمحفظه السوق x معامل بيتا β -
معدل العائد الخالي من المخاطرة)

$$R_j = R_f + (R_m - R_f) \beta$$

حيث أن:

R_j = معدل العائد المطلوب على السهم.

R_f = معدل العائد الخالي من المخاطرة.*

R_m = متوسط معدل عائد محفظة السوق.

β = معامل بيتا.

ويتحدد معدل العائد المطلوب على أي استثمار على أساس العناصر التالية :

- معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر الاقتصادية؛
- معدل التضخم المتوقع أثناء فترة الاحتفاظ؛
- علاوة مخاطرة تتحدد على ضوء عدم تأكد العوائد، وتتأثر كل الاستثمارات بالمعدل الخالي من المخاطرة ومعدل التضخم المتوقع، لأن هذين المتغيرين يحددان المعدل الاسمي الخالي من المخاطر.

2- المخاطرة

تعد المخاطرة من بين العناصر التي تؤخذ دوماً بوصفها متغيراً مهماً وحساساً عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، وإذا ما عرف المستثمر كيف يقيس المخاطرة بالشكل الصحيح فإنه يستطيع اختيار أصوله المالية. ويمكن تعريف المخاطرة" على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، وتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، فيحين يكون الثاني متوقعاً، إذ قد يتحقق أولاً وعلى وفق درجة المخاطرة، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة من العوائد الفعلية وهي حالات نادرة جداً في الحالات الاقتصادية".

كما تعرف المخاطرة المالية بأنها احتمال تحقيق نتائج سلبية من الاستثمار المالي، بمعنى أن هذا الاستثمار يمكن أن تكون له نتائج بديلة في المستقبل.

* معدل العائد الخالي من المخاطرة هو العائد على أذونات الخزينة.

لم يظهر مفهوم الكيفية التي يتم فيها تقدير هذه المخاطر حتى سنة 1952، عندما ظهرت نظرية المحفظة لماركوفيتز Harry Markowitz التي ربطت بين عوائد ومخاطر الاستثمار المالي، وأصبح تقييم جميع الأصول الرأسمالية يعتمد على هذين العنصرين.

إذن تعد المخاطر عنصرا مهما عند اتخاذ القرارات المالية، وإذا ما عرف المستثمر كيف يقيسها بالشكل الصحيح، فإنه يستطيع أن يقيم ويميز بين الأصول المالية ذات المخاطر العالية أو ذات المخاطر المنخفضة، وهو ما يعني ضرورة الاهتمام بالطرق والأساليب التي تقيس المخاطرة.

ونكتفي بالتطرق إلى خمسة نماذج لقياس المخاطر، لأهميتها من جهة، وإمكانية تطبيقها من جهة أخرى:

1. الانحراف المعياري أو التباين

يعرف الانحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغيير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطرة.

ويعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} P_i(R_i - E(R))^2}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري.

P_i : احتمال حدوث العوائد.

R_i : العوائد المحتملة للسهم i

$E(R)$: متوسط القيمة المتوقعة للعوائد

$E(R) = \sum_{i=1}^{i=n} P_i R_i$: القيمة المتوقعة للعوائد.

n : عدد العوائد المحتملة.

كلما كان الانحراف المعياري أكبر كان للسهم مخاطر أكثر.

إن المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة، بمعنى أنها غير معروفة بدقة ولكن احتمالات حدوثها معروفة، ويمكن تقدير احتمال حدوثها بناء على تجربة المؤسسة في الماضي والتغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل أو بناء متخذي القرار.

2. معامل الاختلاف CV:

يستخدم معامل الاختلاف في حالة عدم تساوي القيمة المتوقعة للعوائد ER للأسهم ويشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد التي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى.

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

كلما كان معامل الاختلاف أكبر من 01 يكون الاستثمار غير مجدي وكلما اقترب من 0 كان مجدي.

3. معامل β :

هو مقياس لدرجة تقلب مردود سهم معين في علاقته بمتوسط مردود عينة الأسهم الممثلة في السوق ككل. ويحسب وفق المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{Var(R_m)}$$

حيث:

β : معامل بيتا.

$Cov(R_i, R_m)$: التباين المزدوج بين عائد السهم (R_i) وعائد السوق (R).

$Var(R_m)$: تباين عائد السوق.

ويحسب التباين المزدوج وفق المعادلة التالية:

$$Cov(R_i, R_m) = r_m \cdot \delta_i \cdot \delta_m$$

حيث:

r_m : معامل الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم.

δ_i : الانحراف المعياري المتوقع للسهم i .

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

وتعتبر β بيتا من أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطرة السوقية للسهم أو للمحفظة، كما أنها تعبر من درجة حساسية السهم محل التقييم للمخاطرة السوقية، رغم هذا يواجه معيار β بيتا انتقاد لضعف الارتباط بين العوائد والمخاطر بسبب طبيعة العوائد التي لا يمكن تقديرها بدقة.

4. شبه التباين:

لقد واجه التباين العديد من الانتقادات، ولتفادي ذلك يتم استخدام ما يسمى شبه التباين، الذي يركز على اهتمام المستثمر تقليل التذبذبات في العوائد، وذلك على اعتبار أن الانحرافات التي تكون أعلى من المتوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر، وأن الانحرافات التي تكون أقل من المتوسط الحسابي للعوائد هي التي تؤخذ في الحسبان عند اتخاذ القرارات.

ومن أفضل المقاييس المستعملة لقياس التذبذبات في العوائد نجد شبه التباين، الذي يحسب وفق المعادلة التالية:

$$S.V = \sum_{i=1}^{i=k} P_i (R_i - E(R))^2$$

حيث:

S.V: شبه التباين.

R_i : قيم العوائد التي تقل القيم المتوقعة.

K: عدد قيم العوائد التي تقل القيم المتوقعة.

والقاعدة المطبقة في هذا المقياس هي أنه كلما قل شبه التباين لسهم ما، كلما قلت خطورته، أي يتم اختيار الأصل المالي الذي له أقل شبه تباين.

5. معامل التحديد

يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط، حيث يعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق. ويحسب معامل التحديد وفق المعادلة التالية:

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} ((R_i - E(R))((R_m - E(R_m)))}{\sum_{i=1}^{i=n} ((R_m - E(R_m))^2}$$

حيث:

R^2 : معامل التحديد.

$E(R)$: قيمة العوائد المتوقعة.

$E(R_m)$: معدل عائد السوق.

يتراوح معامل الارتباط بين $+1$ و -1 ، وعليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط بين $+1$ أو -1 كلما كان ذلك دليلاً على أن الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم هو ارتباط قوي، كذلك فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا، فإنه يعني وجود علاقة طردية بين عائد السوق وعائد السهم، والعكس، أي أنه عندما يكون معامل الارتباط سالبا، فإنه يعني وجود علاقة عكسية بين عائد السوق وعائد السهم .

المحور العاشر

المحافظة الاستثمارية

تعد المحافظ الاستثمارية ذات أهمية بالغة في الأسواق المالية والاقتصادية التي تتسم بالتغيرات الكبيرة وتأثرها بالظروف الدولية نظرا لانفتاح أغلب اقتصاديات العالم على بعضها وتعدد الأدوات المالية وتنوعها وذلك أن المحافظ الاستثمارية تؤدي دورا فاعلا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من نظرية التنوع الذي تقوم على أساسه هذه المحافظ.

1-تعريف المحافظ الاستثمارية: المحفظة المالية بمثابة تشكيلة من أدوات الاستثمار قد تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون هذا الأخير مالكا لها كما قد يكون موظفا لإدارتها وحيثتد تتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالكي المحفظة .

2-أهداف تكوين المحفظة الاستثمارية

تمثل أهداف تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية فيما يلي 2 :

-وضع أساس علمي يساعد المستثمر في إيجاد الحل الأمثل لمشكلة تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية.
-تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوبا فعالا في تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنوع مخاطر الاستثمار وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمارات في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند تكوين وإدارة المحفظة.

-تطوير البيانات المالية والمحاسبية للشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.

وبجانب هذه الأهداف العامة، توجد أهداف خاصة بالمستثمر وخاصة البنوك وشركات التأمين باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك أو المؤسسة المالية للسيولة وتجنب التعرض لمخاطر الإفلاس.

3-أنواع المحافظ الاستثمارية

يوجد هناك أربعة أنواع من المحافظ الاستثمارية هي 1 :

-محفظة الدخل: تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلا سنويا عاليا سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات.
إن الأسهم المكونة لمحفظة الدخل تتكون عادة من الأسهم الحكومية أو من أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق.

وغالبية الذين يفضلون الاستثمار في محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة.

-محفظة النمو: تركز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها .

وتعتمد هذه المحفظة أساسا على شراء أسهم الشركات التي تحقق نموا في مبيعاتها وبالتالي في إيراداتها.

-المحفظة المختلطة: وتتركز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها .وتقوم المحفظة المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تؤدي إلى توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى زيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

-المحفظة المتوازنة: وهي المحفظة التي تتكون من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ في الحصول على أرباح رأسمالية .بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم وفوائد السندات، وهي في الوقت نفسه تضمن المحافظة على رأس مال المستثمر.

4-سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية (نظرية المحفظة أو نظرية ماركويتز)

تتعدد سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية، ومن أهم النظريات المعروفة في هذا المجال نظرية المحفظة أو ما يعرف بنظرية ماركويتز.

تنسب نظرية المحفظة Markoutiz إلى الذي وضعها عام 1952 ، ثم تناولها بعده بالدراسة، والتطوير كل من Turner، Conen،Sharp وغيرهم .

ومن أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي والذي يتم بموجبه تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة .ويشمل

قرار المزج الأمثل للمحفظة تحديد العناصر الموالية:

-أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.

-الوزن النسبي لكل أصل في هيكل المحفظة

-القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها.

-الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع.

ويعتبر قرار المزج قرارا استراتيجيا في بناء المحفظة ,لكن هذا التوزيع قد يعاد ترتيبه في المستقبل وذلك إذا ما استجدت ظروف تستدعي ذلك، وحينئذ يحتاج الأمر إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت والغرض منه تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة عن طريق التخلص من بعضها وإضافة بعضها الآخر، ويطلق على هذا التوزيع التوزيع النشط للأصول.

تقوم نظرية ماركويتز على فرضيتين رئيسيتين هما :

-عدم احتواء المحفظة المثلى على أصول خالية من المخاطر.

-عدم الاعتماد على الاقتراض في تكوين المحفظة.

-مبدأ السيادة والسيطرة: أي الاعتماد على العائد والمخاطرة كمعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة .

ويعتمد هذا المبدأ على قبول البديل ذي المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد المتوقع منها .وفي

حالة تساوي المخاطرة وعدم تساوي العوائد المتوقعة فإنه يتم قبول البديل الاستثماري ذي العائد الأعلى .

مثال : فرضنا كان لدينا بديلان استثماريان، معدل العائد للبديل الأول هو 8% ومخاطرته 4% ، بينما معدل

العائد للبديل الثاني هو 8% ومخاطرته 5% ، فإنه نقول أن الاستثمار الأول يتميز بصفة السيادة على الاستثمار

الثاني .ونفس الشيء في حالة تساوي المخاطرة واختلاف العائد، نأخذ البديل ذو العائد الأكبر.

-مبادئ تنويع المحفظة :إن الميزة الرئيسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنويع، وهناك العديد من الأسس التي

يخضع لها التنويع منها2 :

*التنويع بناء على جهة الإصدار :ويقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة .

وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة .

وهنا يوجد أسلوبان شائعان للتنويع هما التنويع الساذج وأسلوب ماركويتز في التنويع.

*التنويع الساذج :ويقوم هذا الأسلوب على فكرة مفادها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة،

كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها (محفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث

شركات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى

تتكون من سندات أصدرتها شركتان) .

*تنويع ماركويتز: يقوم أسلوب ماركويتز على الاختيار الدقيق للاستثمارات المكونة للمحفظة من خلال الاعتماد

على معامل الارتباط (أ) بين العوائد الناتجة عن الاستثمار ويمكن تمييز الحالات التالية:

أ = 1 ارتباط موجب تام

أ = -1 ارتباط تام سالب

أ = 0 أ لا يوجد ارتباط

في الحالة 1: العلاقة بين الورقتين الماليتين هي علاقة طردية، وبالتالي معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة

يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى.

في الحالة 2: العلاقة بين عوائد الورقتين هي علاقة عكسية تامة، لذلك فمعرفة اتجاه حركة عائد الورقة الأولى يعني

أن اتجاه حركة العائد على الورقة الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماما.

في الحالة 3: فإنه لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد لذا فمعرفة اتجاه حركة عائد السهم "أ" لا يغير في معرفة اتجاه حركة العائد على السهم "ب".

وبالتالي فبناء محفظة استثمارية من السهمين "أ" و "ب" في الحالة 1 لا يؤدي إلى تخفيض المخاطرة، أما في الحالة 2 فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى التخلص من المخاطرة بشكل نهائي.

***تنوع تواريخ الاستحقاق:** تشير العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تقلب أسعار الفائدة في السوق يترتب عليه تقلبات أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل بالمقارنة مع السندات قصيرة الأجل. وبالتالي قد يواجه مدير المحفظة المشاكل المئوية:

-تركيز الاستثمارات في أوراق مالية قصيرة الأجل يؤدي إلى تجنب التقلبات الكبيرة في أسعار تلك السندات وبذلك يقلل مقدار الخسائر أو الأرباح الرأسمالية. إذ يترتب على ذلك تقلبات في العائد السنوي، ففي هذه الحالة ينبغي القيام بالاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة.

-الاستثمار في سندات طويلة الأجل يؤدي إلى استقرار أكبر في العائد السنوي المتولد عنها، إلا أن أسعار تلك السندات قد يتعرض لتقلبات شديدة بمرور الزمن مما يعرض المستثمر إلى تكبد خسائر رأسمالية إذا ما اضطر إلى بيع هذه الأوراق قبل تاريخ استحقاقها.

وللتخلص من هذه المشكلة يقوم مدير المحفظة بتوزيع المخصصات بين السندات الطويلة و القصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى زيادة الاستفادة من مزايا كل منها و تقليل مخاطر الاستثمار فيها. و هناك عدة أساليب لتحقيق ذلك هي:

الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة: يتطلب هذا الأسلوب من مدير المحفظة إحداث تغيرات مستمرة في محتويات المحفظة و ذلك وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التوقعات إلى أن أسعار الفائدة سوف ترتفع فإنه على مدير المحفظة أن يسارع ببيع الأوراق المالية طويلة الأجل و استبدالها بأوراق مالية قصيرة الأجل.

نجاح الأسلوب الهجومي يتوقف على مدى صحة التوقعات.

تدرج تواريخ الاستحقاق: يقوم المستثمر وفق هذه الإستراتيجية بتوزيع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية، فمثلا لو كانت قيمة الاستثمار 100 مليون دينار في سندات تستحق بعد سنة و 10 مليون دينار في سندات تستحق بعد سنتين... وهكذا حتى 10 سنوات. فبعد عام من الآن يحصل المستثمر على قيمة السندات التي تستحق خلال سنة و يقوم باستثمارها من جديد في سندات تستحق بعد 10 سنوات وهكذا.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة و تحقيق الربح للمستثمر في الوقت نفسه، حيث أن استيراد قيمة السندات قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر و الاستثمار في السندات طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد.

التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل :يقصد بهذا الأسلوب التركيز على الأوراق المالية قصيرة والطويلة الأجل مع استعداد الأوراق المالية المتوسطة الأجل .و يعود السبب في ذلك إلى أن الاستثمارات القصيرة الأجل تساهم في توفير السيولة، بينما الاستثمارات الطويلة الأجل تساهم في توفير فرص تحقيق أرباح رأسمالية في حالة انخفاض سعر الفائدة .بينما المتوسطة لا تحقق أي من هذين الهدفين.

التنويع الدولي :يمكن للمستثمر عن طريق الاستثمار في أوراق مالية أجنبية مثل الأسهم والسندات أن يخفض من تأثير المخاطر المنتظرة على عائد المحفظة.

5-أساسيات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

إن دراسة الاستثمار أمر في غاية الأهمية نظرا لحاجة كل فرد إلى الخبرة والدراية التي تمكنه من تحقيق أفضل العوائد في ظل مستوى منخفض من المخاطر . كما أن معرفة أساسيات الاستثمار قد تساعد الفرد على التحوط من مخاطر تقلبات العوائد المتوقعة من الاستثمارات في الأصول المالية.

5-1تعريف الاستثمار المالي :يمكن تعريف الاستثمار على أنها العملية التي يتم بموجبها تخصيص الأموال في مشاريع حقيقية أو مالية على أمل الحصول مستقبلا على عائد من شأنه زيادة ثروة المستثمر، أو بمعنى آخر خلق القيمة.

تمثل عملية الاستثمار المالي في الأوراق المالية وصفا للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة باختيار الأوراق المالية والنسبة المستثمرة في كل نوع من هذه الأوراق وأيضا وصفا لما يخص التوقيت الملائم للاستثمار.

5-2أساسيات في تشكيل المحافظ الاستثمارية: وتنقسم بشكل عام عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى المراحل الموالية :

-تحديد الهدف المرجو من الاستثمار في الأوراق المالية :يتمثل هذا الهدف في تحقيق أعلى عائد ممكن.

-تحديد مستوى الخطر الملائم: إن المرحلة الأولى تواجه قيدا مهما ألا وهو المخاطرة، لذلك لابد من تحديد مستوى المخاطرة الملائمة للعائد المتوقع.

-تحليل الأوراق المالية :وفي هذه المرحلة تتم دراسة خصائص الاستثمارات المختلفة والعوامل التي تؤثر عليها . والجدير ذكره هنا أنه يوجد مدخلان أساسيان لتحليل الأوراق المالية اللذان سبقا وأن تم تناولهما في محاضرة سابقة، هما مدخل التحليل الأساسي، ويهتم بمعرفة القيمة العادلة لمقارنتها مع القيمة السوقية لمعرفة إن كان هناك خلل في

التسعير، ومدخل التحليل الفني الذي يقوم بدراسة الأسعار التاريخية للأسهم في محاولة التنبؤ بتحركات السعر في المستقبل لأسهم شركة معينة.

-تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية: في هذه المرحلة يتم اختيار مجموعة من الأوراق المالية التي

تحقق للمستثمر أهدافه من حيث مستوى العائد ودرجة المخاطرة المقبولة .

وكذلك يتم تحديد الوزن النسبي لكل ورقة مالية ضمن مكونات محفظة المستثمر مع مراعاة العناصر الموالية:

-التركيز على تحركات الأسعار للأسهم الفردية.

-التنبؤ بأسعار الأسهم العادية ومقارنتها بأسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.

-الاهتمام بالتنوع لتخفيض وتوزيع المخاطر.

-تقييم ما تم تحقيقه: تتضمن هذه المرحلة التقييم الدوري لأداء المحفظة، ومن ثم إعادة تأهيل وتطوير أساليب قياس الأداء.

أما القرارات الاستثمارية التي يمكن اتخاذها فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية فإنه يمكن ذكر ثلاثة أنواع من هذه القرارات وهي: قرار الشراء، قرار عدم التداول، قرار البيع. ويتوقف اتخاذ القرار على نتيجة المقارنة بين القيمة العادلة للورقة المالية والمتمثلة في القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عن هذه الورقة وبين القيمة السوقية والخاضعة لقوى العرض والطلب على هذه الورقة .

وعلى هذا الأساس نجد :

-إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية أكبر من القيمة السوقية، أي أن الورقة المالية مقيمة بأقل مما يجب، هذا الأمر يعد حافزا لاقتناء هذه الورقة بغية تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلية بعد الارتفاع المتوقع لسعرها في السوق . فالقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار الشراء.

-إذا كانت القيمة الحالية تساوي القيمة السوقية، أي أن الورقة مقيمة كما يجب، هذا الأمر لا يشكل حافزا للمستثمر لاقتناء الورقة المالية حيث لا يوجد أمل من تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلية. والقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار عدم التداول.

-إذا كانت القيمة الحالية أصغر من القيمة السوقية، أي أن الورقة المالية مقيمة أكثر مما يجب، هذا الأمر يولد حافزا لدى المستثمر للتخلي عن هذه الورقة تحسبا لمخاطر انخفاض سعرها في السوق . والقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار البيع.

5-3 مقومات القرار الاستثماري الناجح: إن القرار الاستثماري الناجح يستند إلى ثلاث مقومات أساسية

وهي:

- القيام بتبني إستراتيجية ملائمة للاستثمار؛

- الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار؛

- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار: تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وكذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتتمثل أولويات المستثمر فيما يعرف بمنحنى التفضيل الاستثماري، والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاثة المئوية، الربحية، السيولة والأمان.

يعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة. يعبر عن ميل المستثمر تجاه السيولة والأمان بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد المتوقع على الاستثمار.

وبناءً على ما سبق يعرف منحني التفضيل الاستثماري لمستثمر ما بأنه " ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى ."

***المستثمر المتحفظ:** وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه ، ومن ثم ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية ، فيكون حساساً جداً تجاه عنصر المخاطرة ، وغالباً ما نجد هذا النمط من كبار السن، وذوي الدخل المحدود. حيث تكون الاستثمارات موجهة إلى الأوراق المالية عديمة المخاطرة كأذون الخزانة أو إلى الأوراق المالية الآمنة، والتي تدر دخلاً بشكل منتظم على الرغم من تدرج الأحوال الاقتصادية العامة.

***المستثمر المضارب:** وهذا النمط على عكس سابقه، يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية، فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة، طمعاً في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن، أو بين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة. وكمثال على ذلك توجيه الأموال نحو الأسهم الحديثة النشأة التي تكون مخاطرتها والعوائد المتوقعة منها أيضاً مرتفعة جداً.

***المستثمر المتوازن:** وهو المستثمر الحصيف أو الرشيد، الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد، وتعمل على تقليل درجة المخاطرة ، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين .

- الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار :أي أنه يتوجب على المستثمر قبل اتخاذ قرار

الاستثمار أن يراعي أمرين هما:

*أن يتبع في اتخاذ القرار المدخل العلمي الذي يقوم على عدد من الخطوات قد تم ذكرها سابقا.

*أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذه قراره، ومن هذه المبادئ:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية

- مبدأ الخبرة والتأهيل

-مبدأ الملائمة: المجال الاستثماري المناسب

-مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية.

-مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة :إذ يتم اختيار الاستثمار ذو العائد الأعلى والمخاطرة أقل.

5-4-استراتيجيات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية :وهناك ثلاث استراتيجيات متعارفة في هذا المجال وهي :

-الإستراتيجية الهجومية :ويتبناها مديرو المحافظ الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان.

والنموذج الشائع لهذه المحفظة هي ما يعرف بمحفظة رأس المال .وتكون قاعدتها الأساسية الأسهم العادية وبنسب 80 % إلى 90 % من رأس مال المحفظة.

ويلجأ مديرو المحافظ إلى تبني هذه الإستراتيجية خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات ازدهار اقتصادي محتمل، فيقومون بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة مازالت في طور الأول من نموها .وذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرص لجني الأرباح.

-الإستراتيجية الدفاعية :وهي إستراتيجية يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون جدا اتجاه عنصر المخاطرة، والنموذج الشائع لمحفظة هذا النوع من الإستراتيجيات هي محفظة الدخل، وتتكون قاعدتها الأساسية من أذون الخزينة والأسهم الممتازة وبنسب تتراوح ما بين 60 % و 80 % من رأس مال المحفظة.

-الإستراتيجية المتوازنة :وتعتبر هذه الإستراتيجية وسطا بين النمطين السابقين، ويتبناها غالبية مدراء المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم، ويطلق على المحفظة الملائمة لهذه الإستراتيجية بالمحفظة المتوازنة وتتكون قاعدتها من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار.

وتعتمد هذه الإستراتيجيات على ضرورة توافر سمات معينة في الشركة ليتم تداول أسهمها، وأهم هذه السمات ما يلي:

*أن يتسم معدل النمو لربحية الشركة بالاستقرار كحد أدنى.

*أن تكون ديون الشركة أقل من القيمة الدفترية لأصولها المادية.

*أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف معدل العائد على السندات.

المحور الحادي عشر

تقييم أداء المحافظ

الاستثمارية

يتأثر سلوك مدير المحفظة في بناء محفظة الاستثمار الكفوة والتي يمكن تصنيفها إلى، بما تتوفر لديه من معرفة معرفة واضحة يسهل نقلها والمشاركة فيها مثل النماذج الرياضية والبرامج الحاسوبية والمعرفة الضمنية وهي عادة شخصية إلى حد بعيد ولا يمكن تحديد معالمها والتعرف عليها وكذلك لا يمكن تناقلها والمشاركة فيها والسؤال الذي يثار هنا ما مدى تأثير المعرفة التي يمتلكها المدير بشقيها في بناء محافظ استثمارية كفوة تلبي سلوكيات المستثمرين المختلفة حول العائد والمخاطرة .

1 - نماذج قياس أداء المحافظ الاستثمارية

من المفيد أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاسا بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها وتتخذ عملية قياس أداء مدير المحفظة الخطوات الرئيسية الموالية:

- تحديد قيمة مؤشرات أداء المدير.

- تصنيف أداء المدير.

1-1- الأسلوب البسيط: يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته ويمكن تحديد مقياس أداء مدير المحفظة عن طريق تحديد معدل العائد على المبلغ المستثمر في المحفظة أو لكل ورقة مالية لوحدها. ويتم ذلك عن طريق المعادلة الموالية

$$V_p = f + (V_f - V_i) / V_i$$

حيث:

f : تمثل التوزيعات النقدية الجارية + الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة V_f
المحفظة في نهاية الفترة.

V_i : قيمة المحفظة في بداية الفترة.

إن الأسلوب البسيط لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر سواء المنتظمة وغير المنتظمة وإنما اقتصر على معدل العائد على الاستثمار وهذا يعتبر غير كاف لتقييم الأداء فيمكن أن نجد معدل عائد مرتفع مقابل مخاطر عالية جدا، كما يمكن أن نجد معدل عائد بنفس المقدار ولكن بمخاطر أقل، هذا ما أدى إلى ظهور أسلوب آخر يعرف بالأسلوب المزدوج.

1-2- الأسلوب المزدوج

يأخذ هذا النموذج في عين الاعتبار كل من المخاطرة والعائد، وتتمثل أهم مقاييس هذا النموذج فيما يلي: 1-

1-2- نموذج شارب Sharpe Model

ظهر هذا النموذج سنة 1966 من قبل الخبير الاقتصادي الأمريكي ويليام فورسيث شارب، وهو مخصص لقياس إدارة المحافظ الاستثمارية، ويمثل معيار شارب نسبة المكافأة إلى التقلب ويقصد بالمكافأة وهو عبارة عن الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية لذلك. إذ يطلق على هذا المؤشر بنسبة الفائض في العائد على المحفظة على المخاطرة الكلية، ويقاس بالعلاقة الموالية:

$$S_p = \frac{E(R)_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

S_p : أداء المحفظة وفقا لشارب؛

$E(R)_p$: العائد الكلي للمحفظة؛

R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛

σ_p : الانحراف المعياري (مخاطر المحفظة).

وتدل النسبة المحددة على حسب قيمتها على:

- إذا كانت النسبة سالبة، فإننا نستنتج أن درجة أمان المحفظة المالية دون المستوى، وبالتالي فإنه لا معنى للاستثمار في مثل هذه المحفظة.

- وإذا كانت النسبة بين 0 و 1 وهذا يعني أن العائد الإضافي قد يكون أقل من المخاطرة المحتملة

- وإذا كانت النسبة أكبر من 1، فإن الاستثمار في المحفظة يتفوق عن الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالتالي يولد ربحية أعلى.

مثال: لتكن لدينا البيانات المالية والمتعلقة بثلاثة محافظ استثمارية، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_f يساوي 3.5 %

المحفظة المالية	العائد المتوقع %	المخاطر الكلية %
أ	8	5
ب	9	7
ج	9	7.5

المطلوب: ما هي المحفظة الاستثمارية الأحسن أداءً وفقاً لنموذج شارب؟

الحل: وفقاً لنموذج شارب يتم قياس أداء المحفظة حسب العلاقة المالية:

$$S_P = \frac{E(R)_P - R_f}{\sigma_P}$$

المحفظة أ:

$$S_P = \frac{(8 - 3.5)}{5} = 0.9$$

المحفظة ب:

$$S_P = \frac{(9 - 3.5)}{7} = 0.78$$

المحفظة ج:

$$S_P = \frac{(9 - 3.5)}{7.5} = 0.73$$

وعليه المحفظة الاستثمارية الأحسن أداءً هي المحفظة أ

1-2-2- نموذج ترينور Treynor Model

يختلف ترينور في كيفية قياس العائد الإضافي للمحفظة من خلال قياس المخاطر النظامية فقط للمحفظة من خلال معامل بيتا B (في حين يرى شارب أنه ينبغي قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري لعائد المحفظة) ويقوم نموذج ترينور على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة، أي أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة فقط وذلك باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة المالية وفق المعادلة التالية:

$$S_T = E(R)_P - R_f / B_P$$

حيث:

S_T : مقياس ترينور لأداء المحفظة.

$E(R)_P$: العائد الكلي للمحفظة.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

B_P : معامل بيتا للمحفظة.

إن المحافظ المالية ذات أكبر قيمة للمؤشر هي الأحسن.

مثال: لتكن لدينا المعطيات المتعلقة بثلاثة محافظ استثمارية، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي

2%

المحفظة المالية	العائد المتوقع %	معامل B_P %
أ	8	4
ب	9	3
ج	9	3.5

الحل: وفقا لنموذج ترينور يتم قياس أداء المحفظة حسب بالعلاقة الموالية:

$$S_T = E(R)_P - R_f / B_P$$

المحفظة أ:

$$S_P = (8 - 2) / 4 = 1.5$$

المحفظة ب:

$$S_P = (9 - 2) / 3 = 2.33$$

المحفظة ج:

$$S_P = (9 - 3.5) / 3.5 = 1.857$$

وعليه المحفظة الاستثمارية الأحسن أداء هي المحفظة ب

1-2-3- نموذج جنسن Jonsen Model

وتقوم فكرة مقياس جنسن على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار **بالعائد الإضافي**، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة) في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار **بعلاوة خطر السوق**. ويمكن توضيح مقياس جنسن وفقا للمعادلة التالية:

$$\alpha = (R(E)_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$$

حيث:

α : أداء المحفظة وفقا لجنسن.

$R(E)_p$: معدل عائد المحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : معامل بيتا المحفظة.

R_m : عائد السوق.

تشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا α موجب فمعنى ذلك أن أداء المحفظة يكون أعلى من أداء محفظة السوق أو خط سوق الأوراق المالية، وهذا يعني الأداء جيد للمحفظة، وعندما يكون معامل ألفا سالب فيشير هذا إلى الأداء السيئ للمحفظة وأما كون معامل ألفا معدوم فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق وبالتالي عائد التوازن

مثال: إليك البيانات المتعلقة بمحفظة استثمارية ما ومحفظة السوق، مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة يساوي 6%.

المحفظة المالية	العائد المتوقع %	معامل B_p المحفظة %
المحفظة الاستثمارية	9	1.4
محفظة السوق	7.5	1.2

المطلوب: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا لنموذج جنسن.

الحل: ويتم تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا لنموذج جنسن وفقا للعلاقة الموالية:

$$\alpha = (R(E)_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$$

$$\alpha = (9 - 6) - 1.4 (7.5 - 6) = 0.9$$

بما أن α أكبر من الصفر (موجبة)، هذا يعني أن أداء المحفظة جيد

الخاتمة

تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة .

إذ يتم تداول في هذا السوق العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات والأوراق المهجنة، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، و عليه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاءة، يعتمد المهتمون من خبراء ومستثمرين في متابعة أداء أسواق الأوراق المالية من خلال المؤشرات باعتبار أداة لقياس أدائها، و وسيلة التنبؤ بحركة تطور الأسعار بالأسواق، خاصة في ظل العولمة والاتجاه المتزايد نحو تحرير الخدمات المالية، فإن تدفقات رؤوس الأموال أصبحت كبيرة وسريعة تبحث دائماً على العائد المرتفع.

ومن خلال تتبعنا لأهم إشكاليات موضوع الأسواق المالية نستنتج المكانة العلمية والاقتصادية لمثل هذه المواضيع لما لها دور كبير في تزويد الطالب الجامعي برصيد علمي للجوانب النظرية والتطبيقية للأسواق المالية والتعرف على تقنيات عملها وأدواتها المالية ومؤشراتها البورصية وشروط كفاءة السوق المالي وأهم الأزمات المالية والنقدية التي شهدتها معظم أسواق رأس المال على المستوى العربي والعالمي .

قائمة المراجع:

أ - الكتب باللغة العربية

- 1- أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 2- أنس البكري، وليد صافي، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 3 - إسماعيل السيدة عبد الفتاح، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية) أسواق رأس المال، البورصات البنوك، صناديق الاستثمار(، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 4 - آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 5- آل شبيب دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 6- أمين زوبل محمود، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها - مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- 7- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 8- باسل عزيز صقر، مؤشرات أسواق المال، الرائد العربي، 98، 2008.
- 9- بني هاني حسين ، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، دار النشر غير مذكورة الأردن.
- 10- بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- 11- تيممي أرشد فؤاد، سلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، الأردن، 2004.

- 12- توفيق عبيد سعيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998
- 13- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 14- حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997
- 15- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 16- الحضيبي حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
- 17- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 18- الحناوي مُحمَّد صالح و قرياقص رسمية، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997.
- 19- الحناوي مُحمَّد صالح، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002
- الحناوي مُحمَّد صالح، مصطفى نihal فريد ، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003
- 20- الحناوي مُحمَّد صالح، مصطفى نihal فريد، العبد جلال، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007
- 21- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001
- 22- حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية 2007.
- 23- حسين بن هاني، الأسواق المالية- طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة-، دار الكندي، ط1، عمان، 2002
- 24- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- 25- الداغر محمود مُحمَّد، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع الأردن، 2007.

- 26- الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000
- 27- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 28- الزبيدي حمزة محمود، الاستثمار في الأسواق المالية، مؤسسة الورقة للنشر، الأردن، 2001
- 29- زينب حسين عوض الله، اقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية، بيروت، 1991.
- 30- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر.
- 31- شمعون شمعون، البورصة، أطلس للنشر، الجزائر، 1993.
- 32- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 33- شبيحة مصطفى رشدي، اقتصاديات النقود والمصارف المالية، الدار الجامعية، مصر، 1996
- 34- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، القاهرة، مكتبة الإشعاع الفني، 2000
- 35- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003
- 36- ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998،
- 37- عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2004
- 38- عادل محمد رزق، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية، دار طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2004.
- 39- عبد الباسط حسن وفاء محمد، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996
- 40- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، ط1، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005
- 41- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، درا أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008

- 42- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- فلاح الحسيني، مؤيد الدوري، ادارة البنوك، ط1، دار النشر، عمان، 2000
- 43- قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 .
- 44- قرياقص رسمية زكي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 45- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة دار المعارف، الاسكندرية، 1999
- 46- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- 47- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية، مخاطر ومحاذير، نشأة المعارف للتوزيع، الإسكندرية، 1995.
- 48- مُجد صالح الحناوي، العيد إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002
- 49- مُجد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1997
- 50- مُجد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006
- 51- مُجد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005
- 52- مُجد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 1999.
- 53- محمود مُجد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007
- 54- محمود سحنون، الإقتصاد النقدي والمصرفي، بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003 .
- 55- معروف هوشيار، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003

- 56- هندي منير إبراهيم، مستقبل أسواق رأس مال العربية، مخاطر ومحاذير، دار المعارف، الإسكندرية، 1995
- 57- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، مصر، 1999
- 58- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، دار المعارف للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
- 59- هندي منير إبراهيم وقرياقص رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
- 60- هوشيار معروف، الاستثمار والأوراق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003 .
- 61- وفاء حسن عبد الباسط، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- 62- وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2002.

ب - الكتب باللغة الأجنبية

- 1) AbdelfettahBouri, Gestion Financier, Reliur d'art, Tunisia, 2007
- 2) A. Beltas, Le développement du marcher des capitaux et la structure des taux d'intérêt. Edition el borhane, Alger, 2002
- 3) Ammour Ben HALIMA, PRATIQUE DES TECHNIQUES BANCAIRE: AVEC REFERENCE A L'ALGERIE ,ALGER:ed DAHLAB, 1997.
- 4) Bernard BELLETANTE, Dictionnaire de la Bourse et des Marchés, (Paris : Hatier, 1996(
- 5) D.Morissette & W. O'shaughessy, Décisions financiers à long terme, Edition SMG, Québec, 3ème édition, 1994 ,
- 6) F. Quittard-Pinon, Marchés des Capitaux et Théorie Financière. Economica. Paris, 1998
- 7) Pierre Conso et Farouk Hemici, " gestion financière de l entreprise ", 10e édition, Dunod, France, 2002

8) Salah.M, les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions, édik, Alger, 2001.

ج- المذكرات والرسائل

- 1- بوكساني رشيد، معوقات أسواق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006
- 2- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، رسالة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2012/2013
- 3- الداوي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2011-2012
- 4- محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية- دراسة حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2009، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة.
- 5- سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، رسالة ماجستير، جامعة باتنة، 2003-2004
- 6- سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004
- 7- شيخي بلال، تقييم الأصول المالية في السوق الثانوية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المنظمات، جامعة بومرداس، 2006
- 8- وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2002/2003
- 9- سناجقي عبد الله، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار، دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة الشلف، 2008/2009

د-المجلات

- 1- أحمد بوراس، الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد 11، 1999
- 2- بن اعر بن حاسين، بن بوزيان مُجَّد، لحسين جديدين، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، المجلد 2012، العدد 02، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 2012.
- 3- مُجَّد علي القري، " نحو سوق مالية إسلامية "، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد الأول، العدد الأول، رجب 1414/ ديسمبر 1993
- 4- مدحت إبراهيم الطراونة، قياس تكلفة الأموال في منشأة الأعمال، مجلة العلوم الإنسانية، منشورات جامعة منتوري، قسنطينة، عدد 17 جوان 2002 .
- 5- مجموعة المحررة الدولية، "الاستثمار بين العائد والمخاطرة، مجلة المساهم، مطابع الدستور التجارية الأردن، العدد الأول، 1997 .
- 6- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 7، بسكرة 2010
- 7- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد الخامس، العدد العاشر، 2013

ه- المطبوعات

- 1- مُجَّد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير: تخصص مالية، 2000 المدرسة العليا للتجارة، 1999
- 2- رشام كهينة، محاضرات في الأسواق المالية موجهة لطلبة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة البويرة، 2015/2014.

3- سامية فقير، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية موجهة لطلبة: السنة الأولى دكتوراه ل.م.د. تخصص
:مالية ومحاسبة. قسم:العلوم التجارية جامعة أمّجد بوقرة بومرداس: 2017/2018.

و- الملتقيات

1-حسن عطا غنيم، المشتقات المالية، ملتقى حول تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، ورشة
عمل(إدارة أسعار الصرف)، بشرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005 ، المنظمة العربية للتنمية الإدارية.