

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: (2008-2013)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية

تخصص: الأسواق المالية والبورصات.

إشراف الأستاذ الدكتور

صالح مفتاح

إعداد الطالبة:

حليمة عطية

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ.	د/ خوني رابح
مقررا	جامعة بسكرة	أستاذ	د/ مفتاح صالح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر - أ.	د/ رايس مبروك
ممتحنا	جامعة باتنة	أستاذ محاضر - أ.	د/ آية الله مولحسان

السنة الجامعية

2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

(رب أوزعني أن اشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والداي وأن أعمل صالحًا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين) (النمل: آية 19).

بعد حمد الله تبارك وتعالى حق حمده، الذي وفقني لإتمام عملي على هذا النحو؛ صعبة هي كلمات الشكر عند انتقائها والأصعب اختزالها في سطور لأنها تشعرتنا بمدى قصورها وعدم إيفائها حق صانعيها.

لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بشكري وامتناني الكبيرين لأستاذي الأستاذ الدكتور مفتاح صالح على قبوله الإشراف على هذا البحث رغم انشغالاته الكثيرة، وعلى ما قدمه لي من توجيهات قيمة إن على مستوى المنهجية أو على مستوى المضمون العلمي.

كما أسجل شكري وتقديري لكل من قدم لي يد المساعدة، من قريب أو من بعيد، في إنجاز هذا العمل.

كما لا أنسى كل من شجّعني بالكلمة الطيبة والابتسامة وبالذعاء

إلى كل هؤلاء أقول: **شكراً**

الإهداء

إلى روح سيدنا، وحبیبنا، وشفیعنا، وقائدنا، وزعيمنا، وإمامنا، ومدیننا، ونبینا، ورسولنا حبیب الله وصفیه ورسوله
محمد صلی الله علیه وسلم

إلى أعظم امرأة بين نساء الكون
إلى من حملتني وهنأ علي وهنأ حنینا
وسقنتني لبن التوحيد مع الأطلاق رضية
وعلمتني صغيرة ورافقتني بدعائها كخيرة.
إلى شمسي التي لا تغيب إن غاب شمس كل الكون
إليك..... اليك يا أمي أطل الله في عمرك وألمسك ثوب الصحة والعافية

لو اختره واختاره لي الله عز وجل فكان أعظم الخيارات فالحمد لله الذي جعله أبي
إلى سحبي المتين، وأنيسي المعين
إلى من أودع في روعي العطاء والإيمان
إلى من زرع في نفسي الرضا والعرفان
إلى من حملني في قلبه طفلة..... فحملته في قلبي أبدا...
إليك يا أحب رجل إلى قلبي
إليك..... نعم اليك يا أبي.

إلى من لا يستطيع العيش بدونهم ولا أنسامه حتى تتلاشى عظامي، أخواتي العزيزات: زكية، فاطمة الزهراء، نادية
وبهري.

إلى من كانوا دعما لي وسندا في هذه الحياة اخوتي الذكور: عبد العزيز، عبد الرزاق، فوزي، خالد، عبد الباسط
وهارون.

إلى مصافير العائلة وسر بصحتها اولاد اخوتي: محمد الأمين، يوسف، معاذ، ريماس.

إلى من أحببناهم بإخلاص وبادلونا نفس الفجور
إلى كل من عرفني وسيعرفني إن شاء الله.

ملخص الدراسة بالعربية:

أصبحت الأسواق المالية في العصر الحالي تمثل أداة فعالة لتمويل استثمارات ومشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة إلا أن السبل الكفيلة لاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكتملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

وما شهدته العالم نهاية الألفية الثالثة من تغيرات جوهرية مسّت جميع الجوانب، جلبت معها آثارا إيجابية لم تخلو من نقائص كبيرة تبلورت في الأزمات المالية، وفي ظلّ هذه التحوّلات برز دور البورصة في النظام المالي ما جعل العديد من الدول تسعى لخلق هذه السوق أو دعم البورصات القائمة لمسايرة التغيرات التي مسّت المالية الدولية من جهة والتمويل المباشر لمشاريع الأعمال من جهة أخرى، وذلك من خلال الدور الاستراتيجي الذي تقوم به عبر تحريك الادّخار الحرّ نحو طالبي الرّساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الاكتتاب العام في سندات وأصولها المالية فبهذا تكون البورصة قد وفّقت في نقل التدفّقات بين الأفراد بحيث تحقق العلاقة بين الاستثمارين المالي والحقيقي، فقيمة الأصول المالية للشركات تعتمد على أصولها الحقيقية بحيث يؤدي استخدام هذه الأخيرة في العملية الانتاجية إلى توزيع الدّخل الناتج عن هذه العملية في شكل أصول مالية

في حين تتمثل أهداف هذا البحث في تحديد الإطار النظري للأسواق المالية ومقوماتها وأنواعها وتحديد معنى كلّ من التمويل والاستثمار المالي وخصائصه ومن ثم الرّبط بينهما من خلال آلية عمل السوق الأولي وإلقاء الضّوء على سوق رأس المال الأردني ودورها في تمويل استثمارات المملكة للفترة (2008-2013) لذلك أجرينا دراسة ميدانية لبورصة عمّان.

وعلى هذا الأساس تبلورت اشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية لتمويل الاستثمارات في اقتصاد أي بلد بصفة عامة وفي سوق عمان بصورة خاصة؟.

وتوصّلنا في هذا البحث إلى أن سوق رأس المال نظام تجميع، تحويل وتخصيص الموارد المالية، حيث يقوم هذا النظام بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية العاجزة وذلك بتوفير التّمويل اللازم لها، وأن بورصة عمّان للأوراق المالية عانت من ظروف داخلية وأخرى خارجية حالت دون تقديمها التّمويل اللازم لشركاتها، إذ اقتصر دور البورصة في نقل ملكيات أسهم الشركات أو المؤسسات المالية المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع والشراء اليومي ، وبهذا لجأت هذه الشركات للقروض كبديل تمويلي لأصولها المالية ، مما ترتب عليه توقف الشركات عن التوجه لسوق المال لتغطية تكاليفها الاستثمارية عن طريق إصدار أسهم جديدة (اكتتاب) أو اصدار سندات وانعكس أيضا ذلك على أسعار الفائدة التي يتم اصدار بها تلك السندات حتى يتناسب العائد مع حجم المخاطرة في تلك السندات التي تصدر لفترات زمنية كبيرة حتى يمكن استخدام قيمها لتمويل مشروعات طويلة الأجل في ظلّ استمرار تداعيات الأزمة المالية على أداء البورصة من جهة وآثار الربيع العربي من جهة أخرى.

الكلمات المفتاحية:

الأسواق المالية، كفاءة الأسواق المالية، التمويل، الاستثمار المالي، بورصة عمّان للأوراق المالية.

Résumé:

Les marchés financiers sont devenus dans l'ère actuelle représente un outil efficace pour les projets d'investissement de financement et le développement économique et social, malgré ses diverses méthodes, disponibles jusqu'à lors, les meilleures qui semblent plus adéquates et plus complémentaires présentent un immense défi tout type d'économie

Le grand rôle qu'a joué l'économie c'est dans ce contexte qu'a émergé le rôle des bourses dans le système financier, le fait qui a incité plusieurs pays à installer ce type de marché ou à soutenir les bourses existante afin de s'accomoder avec le flux des changements, soit du système financier mondial, soit l'approvisionnement des projets; dans un souci stratégique, ces pays agissent à travers le mouvement des épargnes libres pour les sujets ou les organismes intéressés par l'ordonnement des actions et des fonds financiers. Dans cette perspective, la bourse assure les transactions entre individus en garantissant la relation entre les investisseurs financiers et les investisseurs effectifs, La valeur des fonds financiers des sociétés dépendent de leurs fonds réels ; leur usage productif mène conséquemment à la distribution du profit réalisé sous forme de fond.

Le but de cette recherche consiste à déterminer l'approvisionnement et l'investissement financiers et leurs caractéristiques ainsi que le cadre théorique des marchés financiers, leurs éléments constitutants et leurs types; d'ou dresser le lien entre ces deux opération (approvisionnement/l'investissement) par le biais de l'activité primaire du marché en consultant de près le fond financier jordanien et son rôle dans l'investissement du royaume durant la période étalée du 2008 jusqu'à 2013.

Sur cette base, cristallisé problématique cette question principale de recherche suivante: **Quel rôle peut être joué par le marché financier pour l'approvisionnement des investissements dans l'économie d'un pays en général et dans le marché d'Oman en particulie ?**

Dans cette recherche, d'après notre études sur terrain de la bourse d'Amman, on a constaté que le marché du chiffre d'affaires est un système associatif, transitionnel et sélectif. En d'autres termes, il collectionne les chiffres d'affaires des unités économiques ayant des surplus, afin de le distribuer sous forme de son provisionnement strictement nécessaire; notons par ailleurs que la bourse d'Amman a connu plusieurs difficultés qui l'ont empêché d'assurer l'approvisionnement à ses sociétés, d'où son rôle s'est restreint juste aux transferts des actions des sociétés ou des entreprises financières entre investisseurs, quotiennement, via la vente et l'achat a cet égard, ces sociétés ont adopté la démarche des prêts en guise de procédure remplaçant les fonds financiers, donc résultant en une des sociétés d'arrêt d'aller au marché de capitaux pour couvrir les coûts d'investissement par le biais de l'émission d'actions nouvelles (IPO) ou d'une émission obligataire et aussi réfléchi sur les taux d'intérêt, qui sont émis par ces obligations même rendement proportionnel à la taille du risque dans ces obligations, qui sont émis pour des périodes notamment sous les contraintes de la crise économique ainsi que celles du printemps arabe.

Mots clés :

les marchés financiers - la compétence des marchés financiers - l'approvisionnement - l'investissement financier - la bourse d'Amman.

Abstract:

Financial markets have been representing in the current era an effective tool for financing investment projects and economic and social development, and in spite of the multiplicity of founding's methods, the ways to make the best use of those styles and make them complementary to each other constitutes the biggest challenge for any economy and what the world witnessed the end of the third millennium of the fundament changed that touched all aspects. Its result was in the accelerated pace of merger and international integration in various aspects, that later has had a side effect of the economic figure in the spread of this phenomenon. Thanks to the Liberalization of their economies and the emergence of financial instruments facilitate the flow of goods and services, but these changes brought with them the positive effects that didn't devoid of significant deficiencies crystallized in financial crises, and in light of these Transformations emerged the role of the stock market in the financial system which has made many countries seeking to create this market or support exchanges list to keep pace with changes that have touched the international financial on one hand and direct financing for business projects on the other hand, through the strategic role that played by moving the savings free towards the people concerned which called for the IPO of its assets in bonds and financial through this, stock marked may be successful in the transfer of flows between individuals. So check relationship between the financial investment and the real, and the value of financial assets of companies invoke to their real assets, so that leads to use of the latter in the production process in the form of financial assets.

While the objectives of this research is to determine the theoretical framework of the financial markets and its components and their types and determine the meaning of each of the funding investment and its properties and then linking them through the mechanism of the market first and shed light on the Joordian capital market and their role in the financing of investments Kingdom for the period 2008-2013.

On this basis, the problematic of this research has been crystallized on main question follows: **What role can be played by the financial market to financing the investments in the economy of any country in general and in the Oman market in particular?**

so we have conducted a field study of the Amman Exchange we have reached that the capital market is a collection system, conversion and allocation of financial resources, where this system collects capital from economic units with financial surpluses to provide funding fo provide impotent. Amman Stock Exchange Securities suffered from internal conditions and other was prevented from submitting the necessary funding of its companies. The role of the stock market was limited in the transfer of properties stocks or financial institutions listed investor to another through daily sales and purchase. in this resorted to these companies for loans as an alternative financing for its financial assets, Resulting in a stop companies from going to the capital market to cover the investment costs through the issuance of new shares (IPO) or a bond issue and also reflected on the interest rates, which are issued by those bonds even commensurate yield with the size of the risk in these bonds, which are issued for periods of the continued repercussions of the financial crisis on the performance of the stock market and the effects of the Arab Spring.

Keywords:

Financial markets - the efficiency of financial markets - finance - financial investment - Amman Stock Exchange Securities.

فهرس المحتويات

I.....	كلمة شكر وتقدير.....
II.....	الإهداء.....
III.....	ملخص البحث بالعربية.....
IV.....	ملخص البحث باللغة الفرنسية.....
VII.....	ملخص البحث باللغة الانجليزية.....
V.....	فهرس المحتويات.....
XVII.....	قائمة الجداول.....
XX.....	قائمة الأشكال.....
XVI.....	قائمة الملاحق.....

المقدمة العامة [أ-خ]

أ.....	تحديد إشكالية البحث.....
ب.....	فرضيات البحث.....
ب.....	أهداف البحث.....
ت.....	أهمية البحث.....
ت.....	أسباب اختيار الموضوع.....
ت.....	موقع البحث من الدراسات السابقة.....
ج.....	المنهج والأدوات المستخدمة في البحث.....
ح.....	خطة وهيكمل البحث.....

الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية: [1-48]

02.....	تمهيد.....
03.....	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية.....
03.....	المطلب الأول: مفهوم ونشأة أسواق المال.....
03.....	الفرع الأول: مفهوم سوق المال.....
04.....	الفرع الثاني: مراحل نشأة فكرة الأسواق المالية.....
05.....	المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق المال.....
05.....	الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية.....

فهرس المحتويات

06.....	الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية.....
08.....	المطلب الثالث: عوامل نجاح أسواق المال.....
08.....	الفرع الأول: العوامل الأساسية.....
08.....	الفرع الثاني: العوامل المكتملة.....
08	المطلب الرابع: العوامل الملائمة لتكوين الأسواق المالية.....
09.....	المبحث الثاني: تقسيمات سوق المال وأدواته.....
09.....	المطلب الأول: تقسيمات سوق المال.....
09.....	الفرع الأول: سوق النقد.....
10.....	الفرع الثاني: سوق رأس المال.....
14.....	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق المال.....
14.....	الفرع الأول: أدوات سوق النقد.....
16.....	الفرع الثاني: أدوات سوق رأس المال.....
28	الفرع الثالث: اختلاف سوق النقد عن سوق رأس المال.....
29.....	المطلب الثالث: المتدخلون في سوق المال.....
30.....	الفرع الأول: السماسرة.....
30	الفرع الثاني: الوسطاء.....
30.....	الفرع الثالث: المندوب الرئيسي.....
31.....	الفرع الرابع: الأعضاء المنظمون.....
31.....	الفرع الخامس: العملاء.....
31.....	الفرع السادس: البنك المركزي.....
32.....	المبحث الثالث: التمويل عن طريق الأسواق المالية.....
32.....	المطلب الأول: الأسس النظرية لمصادر التمويل.....
32.....	الفرع الأول: مفهوم التمويل وأهميته.....
33.....	الفرع الثاني: المصادر التقليدية للتمويل.....
39.....	المطلب الثاني: التمويل عن طريق الأسهم العادية.....
39.....	الفرع الأول: حقوق المساهم.....
40.....	الفرع الثاني: قيم الأسهم.....
41.....	الفرع الثالث: إيجابيات وسلبيات التمويل عن طريق الأسهم العادية.....
42.....	المطلب الثالث: التمويل عن طريق السندات.....

فهرس المحتويات

- 42..... الفرع الأول: الملامح الرئيسية للسندات.
- 43..... الفرع الثاني: مكونات السند الشكلية.
- 44..... الفرع الثالث: مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات.
- 45..... الفرع الرابع: حقوق حملة السندات.
- 46..... المطلب الرابع: التمويل عن طريق الأسهم الممتازة.
- 46..... الفرع الأول: أهم خصائص الأسهم الممتازة .
- 47..... الفرع الثاني: إيجابيات وسلبيات التمويل عن طريق الأسهم الممتازة.
- 48..... خلاصة الفصل.

الفصل الثاني: كفاءة بورصة الأوراق المالية: [49-106].

- 50..... تمهيد.
- 51..... المبحث الأول: مدخل إلى البورصة.
- 51..... المطلب الأول: مفهوم البورصة وأنواعها.
- 51..... الفرع الأول: مفهوم البورصة.
- 52..... الفرع الثاني: أنواع البورصات.
- 53..... المطلب الثاني: مفهوم بورصة الأوراق المالية وتاريخ نشأتها.
- 54..... الفرع الأول: مفهوم بورصة الأوراق المالية.
- 55..... الفرع الثاني: تاريخ نشأة البورصات الأوراق المالية.
- 56..... المطلب الثالث: الفرق بين السوق التي يعرفها الناس والبورصة.
- 57..... المطلب الرابع: الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية.
- 57..... الفرع الأول: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية.
- 57..... الفرع الثاني: المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار.
- 58..... الفرع الثالث: تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية.
- 58..... الفرع الرابع: خلق رؤوس أموال جديدة.
- 58..... الفرع الخامس: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي.
- 58..... المبحث الثاني: تنظيم بورصة الأوراق المالية.
- 58..... المطلب الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية.
- 59..... الفرع الأول: عارضوا رؤوس الأموال (المقرضون).
- 60..... الفرع الثاني: طالبوا رؤوس الأموال (المقترضون).
- 60..... الفرع الثالث: الوسطاء الماليون.

فهرس المحتويات

62	المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية.....
62	الفرع الأول: العمليات العاجلة.....
64	الفرع الثاني: العمليات الآجلة.....
66	المطلب الثالث: كيفية التعامل في بورصة الأوراق المالية.....
66	الفرع الأول: تقنيات التسعير في بورصة الأوراق المالية.....
68	الفرع الثاني: أوامر بورصة الأوراق المالية.....
73	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.....
73	المطلب الأول: مفهوم وفرضيات السوق الكفئ.....
73	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....
74	الفرع الثاني: الصيغ المختلفة للكفاءة السوق.....
75	المطلب الثاني: شروط الكفاءة وأنواعها.....
75	الفرع الأول: شروط حالة السوق الكفاء.....
75	الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية.....
78	المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق المالي الكفئ.....
79	المطلب الرابع: مؤشرات تطوّر سوق رأس المال.....
79	الفرع الأول: مؤشر حجم السوق.....
79	الفرع الثاني: مؤشر سيولة الأسواق.....
80	الفرع الثالث: درجة التذبذب في العوائد.....
80	الفرع الرابع: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية.....
81	الفرع الخامس: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي.....
82	المبحث الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية.....
82	المطلب الأول: التحليل الأساسي للأسواق المالية.....
82	الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي وفرضياته.....
83	الفرع الثاني: منهج التحليل الأساسي وأهدافه.....
84	الفرع الثالث: تحليل الظروف الاقتصادية العامة.....
88	الفرع الرابع: تحليل ظروف الصناعة.....
91	الفرع الخامس: تحليل المؤسسة.....
91	المطلب الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية.....
92	الفرع الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية.....

فهرس المحتويات

94.....	الفرع الثاني: فلسفة التحليل الفني.....
97.....	الفرع الثالث: أدوات التحليل الفني.....
104.....	المطلب الثالث: الفرق بين التحليلين الفني والأساسي.....
106.....	خلاصة الفصل الثاني.....
الفصل الثالث: أساسيات الاستثمار في سوق المال: [107-161].	
108.....	تمهيد
109.....	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار المالي.....
109.....	المطلب الأول: مدخل لمفهوم الاستثمار.....
109.....	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار وأهدافه الرئيسية.....
111.....	الفرع الثاني: المفاهيم القريبة للاستثمار.....
114.....	الفرع الثالث: المحددات الرئيسية للاستثمار.....
117.....	المطلب الثاني: أنواع الاستثمارات.....
117.....	الفرع الأول: حسب معيار الملكية.....
118.....	الفرع الثاني: حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين.....
119.....	الفرع الثالث: حسب القائم بها.....
119.....	الفرع الرابع: حسب معيار التعدد وعدم التعدد.....
120.....	الفرع الخامس: حسب مدة الاستثمار.....
121.....	الفرع السادس: حسب المعيار الجغرافي.....
122.....	الفرع السابع: حسب أداة الاستثمار.....
125.....	المطلب الثالث: خطوات الاستثمار المالي.....
126.....	المطلب الرابع: أدوات الاستثمار.....
126.....	الفرع الأول: الأدوات المالية للاستثمار.....
127.....	الفرع الثاني: أدوات الاستثمار الحقيقي.....
129.....	المبحث الثاني: محددات الاستثمار في الأوراق المالية.....
129.....	المطلب الأول: العائد.....
129.....	الفرع الأول: مفهوم عائد الورقة المالي.....
130.....	الفرع الثاني: أنواع العائد.....
130.....	الفرع الثالث: حساب العائد.....
133.....	الفرع الرابع: أهمية عائد الاستثمار.....

فهرس المحتويات

133.....	المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.....
133.....	الفرع الأول: مفهوم الخطر.....
133.....	الفرع الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.....
135.....	الفرع الثالث: أهمية دراسة مخاطر الاستثمار.....
136.....	الفرع الرابع: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.....
139.....	المطلب الثالث: مصادر المخاطر الاقتصادية.....
139.....	الفرع الأول: مصادر المخاطر المنتظمة.....
142.....	الفرع الثاني: مصادر المخاطر الغير منتظمة.....
143.....	الفرع الثالث: المخاطر المشتركة بين المخاطر النامية وغير النظامية.....
146.....	المطلب الرابع: المبادلة بين العائد والخطر.....
147.....	الفرع الأول: العلاقة: عائد_ خطر.....
149.....	الفرع الثاني: مبدأ المبادلة بين العائد والخطر.....
150.....	المبحث الثالث: القرارات الاستثمارية في السوق المالي.....
150.....	المطلب الأول: ماهية القرارات الاستثمارية.....
150.....	الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري.....
151.....	الفرع الثاني: تصنيف القرارات الاستثمارية.....
151.....	الفرع الثالث: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار.....
154.....	المطلب الثاني: أسس اتخاذ القرار الاستثماري في السوق المالي.....
155.....	المطلب الثالث: دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي.....
155.....	الفرع الأول: مفهوم المعلومات المحاسبية.....
157.....	الفرع الثاني: أهم المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية.....
156.....	الفرع الثالث: دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات سوق الأوراق المالية.....
158.....	المطلب الرابع: مداخل الاستثمار في الأوراق المالية.....
158.....	الفرع الأول: مدخل المقطع العرضي.....
159.....	الفرع الثاني: مدخل التوقعات.....
160.....	الفرع الثالث: مدخل هامش الأمان.....
160.....	الفرع الرابع: سيرورة القرار الاستثماري.....
161.....	خلاصة الفصل الثالث.....

فهرس المحتويات

الفصل الرابع: دور سوق المال الأردني في تمويل الاستثمارات: دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة: (2008-2013) [162-231]

163.....	تمهيد
164.....	المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية
164.....	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق المال في الأردن
167.....	المطلب الثاني: إعادة هيكلة السوق المالي
167.....	الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية
169.....	الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)
173.....	الفرع الثالث: مركز إيداع الأوراق المالية
177.....	المطلب الثالث: مميزات سوق عمان المالي
177.....	المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية
177.....	المطلب الأول: الإطار المنظم للبورصة
178.....	الفرع الأول: الهيئة العامة
178.....	الفرع الثاني: مجلس الإدارة
179.....	الفرع الثالث: المدير التنفيذي
180.....	المطلب الثاني: هيكل السوق وأدواته
180.....	الفرع الأول: هيكل البورصة
183.....	الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية
186.....	الفرع الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان للأوراق المالية
188.....	المطلب الثالث: دور الوسطاء في سوق عمان للأوراق المالية
188.....	الفرع الأول: عمل الوسطاء
188.....	الفرع الثاني: شروط قبول الوسيط
188.....	الفرع الثالث: واجبات الوسطاء
189.....	الفرع الرابع: قبول الأوراق المالية في السوق وإجراءات تداولها
190.....	الفرع الخامس: الجهات المتعاملة في بورصة عمان للأوراق المالية
190.....	المطلب الرابع: الرسوم والعمولات في بورصة عمان
192.....	المطلب الخامس: تسوية المنازعات في البورصة
194.....	المبحث الثالث: دور سوق عمان للأوراق المالية في تلبية المتطلبات الاستثمارية
194.....	المطلب الأول: واقع السوق الأولية

فهرس المحتويات

194.....	الفرع الأول: طبيعة الإصدارات في السوق
196.....	الفرع الثاني: التنوع القطاعي للإصدارات
201.....	الفرع الثالث: الخصخصة في الأردن
202.....	المطلب الثاني: أداء السوق الثانوية
203.....	الفرع الأول: حجم السوق
212.....	الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق
222.....	المطلب الثالث: مؤشر بورصة عمان
232.....	خلاصة الفصل الرابع
	الخاتمة العامة [237-233]
	قائمة المراجع [256-238]
	قائمة الملاحق [272-257]

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	الصفحة
01	أهم الفروق بين السوق الأولي والثانوي	12
02	أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في السوق المالي	20
03	أهم الفروقات بين السوق المستقبلي والآجل	25
04	مختلف حالات أسعار الفائدة.	27
06	نقاط الاختلاف بين سوقي النقد ورأس المال	29
08	تأثير المؤشرات الاقتصادية على أداء سوق الأسهم.	87
07	نقاط الاختلاف بين التحليل الفني والأساسي.	104
08	مقارنة بين المضاربة والاستثمار والمقامرة.	112
09	حجم التداول في بورصة عمان من 2000-2007م.	170
10	أوقات التداول في السوقين الأولي والثانوي.	176
11	أوقات التداول في السوق الثالث.	176
12	نظام العملات والرسوم في بورصة عمان للأوراق المالية.	190
13	الحد الأدنى والأعلى لعمولات التداول في بورصة عمان.	191
14	توزيع إصدارات السوق الأولي الأردني (2008-2013).	194
15	ملخص لحركة مؤشري حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان (2008-2013).	200
16	القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا (2008-2013).	201
17	عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان (2008-2013).	203
18	أسماء الشركات الجديدة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2009.	204
19	أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2010.	204
20	أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة التي أدرجت في البورصة لسنة 2011.	205
21	أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة التي أدرجت في البورصة لسنة 2013.	206
22	أهم الصفقات التي تمت خلال العام 2008.	207
23	أبرز صفقات عام 2010.	207
24	أبرز صفقات العام 2012.	208
25	تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان (2008-2013).	209
26	ترتيب المستثمرين في البورصة حسب المساهمة في القيمة السوقية لسنة 2012.	210

قائمة الجداول

211	أكبر خمس شركات من حيث حجم التداول لسنة 2008.	27
211	أكبر خمس شركات من حيث حجم التداول لسنة 2009.	28
212	أكبر عشر شركات من حيث قيمة التداول لسنة 2010.	29
212	أكبر خمس شركات من حيث حجم التداول لسنة 2011.	30
213	أكبر خمس شركات من حيث حجم التداول لسنة 2012.	31
213	أكبر خمس شركات من حيث حجم التداول لسنة 2013.	32
214	رسمة بورصة عمان (2008-2013).	33
214	النتائج المحلي الإجمالي في الأردن (2008-2013).	34
215	الرسمة البورصية إلى النتائج المحلي الإجمالي.	35
216	حجم التداول في بورصة عمان (2008-2013).	36
216	أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان للأوراق المالية (2007-2013).	37
217	مؤشر التداول إلى النتائج المحلي الإجمالي.	38
217	معدل دوران السهم في بورصة عمان (2008-2013).	39
218	مساهمة القطاعات في معدل الدوران (2008-2013).	40
219	معدل دوران الأسهم المتداولة لأعلى خمس شركات في الربع الأول 2009 مقارنة بالربع الرابع من 2008	41
219	معدل دوران الأسهم المتداولة لأعلى خمس شركات في الربع الثاني من 2009 مقارنة بالربع الأول من نفس السنة	42
222	مساهمة القطاعات في أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان (2008-2013).	43
227	مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض (2008-2013).	44
229	المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان (2008-2013).	45

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
01	تمويل الأسواق المالية بالمدخرات.	6
02	مخطط توضيحي لهيكل سوق المال.	28
03	أنواع مصادر التمويل.	34
04	أنواع البورصات.	53
05	إجراءات تنفيذ الأوامر	72
06	الربط بين الصيغ الثلاث لفرضية السوق الكفئ.	76
07	الإطار العام للتحليل الأساسي.	83
08	دورة حياة الصناعة.	89
09	إطار عمل التحليل الفني.	96
10	الحلزون الذهبي	100
11	دورة كاملة من ثماني موجات	100
12	خريطة الأعمدة.	102
13	الرموز الأساسية المستخدمة في بناء الشمعدان.	103
14	خريطة النقط والأشكال.	104
15	الاختلاف بين المستثمر والمقامر.	112
16	العلاقة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.	113
17	المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.	135
18	نقطة التعادل والرافعة التشغيلية.	145
19	العلاقة بين الخطر والعائد المتوقع.	147
20	المقايضة بين العائد المتوقع والخطر لمجموعة من الأصول المالية.	148
21	منحنى التفضيل الاستثماري.	152
22	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2008.	196
23	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2009.	197
24	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2010.	197
25	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2011.	198
26	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2012.	198
27	نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2013.	199

قائمة الأشكال

206	عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان (2007-2013).	28
210	تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان (2008-2013).	29
217	تطور مؤشر معدل دوران السهم في بورصة عمان (2008-2013).	30

قائمة الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
258	التقسيمات الجديدة للشركات حسب السوق	01
267	جداول الاصدارات الأولية	02

المقدمة العامّة

1 تحديد اشكالية البحث:

شهدت العلاقات الاقتصادية الدولية خلال العشرينين الأخيرتين إنشاء تكتلات اقتصادية إقليمية ودولية مما أدى إلى ظهور تحديات جديدة أهمها التحرر الاقتصادي والتجاري بما في ذلك حركة رؤوس الأموال والتي نجم عن كثافة تدفقها بين الدول إلى حدوث أزمة مالية في فترة ما بين الحربين العالميتين والتي كان من نتائجها هيمنة الولايات المتحدة الأمريكية على المصادر المالية على المستوى الدولي، وهذا ما جعل موضوع الأسواق المالية يحظى باهتمام بالغ في كافة الدول حيث أصبح وجودها ضرورة ملحة أملت الظروف الاقتصادية العالمية إذ أنها تهدف إلى توفير السيولة وتعبئة مدخرات الأشخاص الطبيعيين والمعنويين والإسهام في عملية الاستثمار وبالتالي التنمية وذلك بوجود مسالك صحيحة وفعالة للتمويل. وارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الصناعي والاقتصادي الذي مرّت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية، كما زاد انتشار شركات المساهمة التي تعددت وتنوعت أحجامها ومجالات نشاطها بالإضافة إلى إقبال حكومات نفس الدول على الاقتراض، مما ساعد على تنوع وتعدد الأوراق المالية المطروحة للتداول في الأسواق، الأمر الذي ترتب عنه استقطاب عدد أكبر من المتعاملين، ومن بين الأسواق المالية نجد سوق الأوراق المالية الذي يعتبر المكان الذي يجمع بين أصحاب الفوائض المالية الراغبين في توظيف أموالهم وأصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى هذه الفوائض من أجل تغطية احتياجاتهم لإقامة المشاريع أو توسيعها.

وبهذا يعتبر سوق الأوراق المالية من أبرز القنوات المستخدمة لتجميع المدخرات قصد تلبية متطلبات أصحاب العجز المالي من السيولة وأمام تزايد أهمية هذا السوق في الحياة الاقتصادية كمصدر للتمويل، وفي ظل موجات التحرر الذي عرفه العالم خاصة في الربع الأخير من القرن العشرين اتجهت العديد من هذه الأسواق لرفع شعار العالمية وذلك لزيادة قدرتها على تجميع المدخرات التي باتت غير كافية لتغطية الطلب المتزايد عليها خاصة أمام عدم كفاية المدخرات المحلية اللازمة لإقامة المشاريع الاستثمارية. ومن ضمن أسواق الأوراق المالية العاملة في منطقة الشرق الأوسط نجد سوق عمان للأوراق المالية الذي مارس نشاطه سنة 1976 كمؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية واستقلالية مالي وإداري، ويعتبر إنشاء هذا السوق من الخطوات البارزة في مسار تطوير القطاع المالي في الأردن وذلك بهدف تحقيق استغلال أفضل للموارد المتاحة من خلال تكوين سوق ملائمة للأوراق المالية وممارسة دورها في تمويل الاستثمارات ولكن مع ذلك بقيت الاستثمارات عند مستويات متواضعة.

من خلال ما سبق فإن الاشكالية التي تحاول الدراسة أن تجيب عليها يمكن صياغتها في السؤال التالي: ماهو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية لتمويل الاستثمارات في اقتصاد أي بلد بصفة عامة وفي سوق عمان بصورة خاصة؟.

الأسئلة الفرعية:

لإثراء الموضوع وتركيزه أكثر، وإبراز معالمه وأهدافه، قسمنا الإشكالية الرئيسية إلى أسئلة فرعية يمكن إجمالها فيما يلي:

✓ إذا كانت سوق المال إحدى الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي، فما مكانتها ودورها في الحياة الاقتصادية المعاصرة؟.

✓ ماهي المؤشرات التي يعتمد عليها قبل اتخاذ أي قرار استثماري؟.

✓ هل الاستعانة بمؤشرات تطور سوق رأس المال دليل على قدرة هذه الأخيرة على احتلال مركز الوساطة بين تعبئة المدخرات وتوجيهها لتنشيط الاستثمارات المنتجة؟

✓ كيف يمكن لسوق عمان المالي أن يستعمل الأدوات المتوفرة لديه بصورة مثلى في تمويل الاستثمارات في الأردن في كثير من المجالات الاقتصادية خلال الفترة (2008-2013).

2 فرضيات الدراسة:

في إطار معالجة الإشكالية العامة ومحاولة الإجابة على الأسئلة الفرعية السابقة، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

✓ تحتل السوق المالية مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة ودورها يتمثل في أنها أداة مهمة لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية.

✓ تتمثل مؤشرات الاستثمار في متغيرات السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي.

✓ تعد مؤشرات تطور البورصة قيم كافية لزيادة وتوسيع حجم الاستثمارات.

✓ يستعمل سوق عمان المالي أدوات وأهداف نهائية لتمويل الاستثمارات، عملت على تطويره في كثير من المجالات الاقتصادية خلال الفترة (2008-2013).

3 أهداف الدراسة:

إن الأهداف الأساسية التي نسعى من خلال هذه الدراسة بلوغها هي:

- الإجابة على الإشكالية المطروحة سابقا.

- محاولة معرفة شروط الواجب توفرها لإقامة سوق مالية متطورة وفعالة

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإنشاء سوق مالي فعال .

- تأسيس سوق أوراق مالية في دولة نامية مثل الأردن تقوم على توفير مقومات قيام تلك السوق وتوفير الشروط الأطر التشريعية والتنظيمية والمناخين الاقتصادي والسياسي.

- إثراء رصيد مكتبة الجامعة بمواضيع جديدة وهامة في الأسواق المالية وعلاقتها بتمويل الاستثمارات.

4- أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة الحالية من طبيعة الموضوع الذي تعالجه حيث أصبحت الموضوعات المتعلقة بالاستثمار والأوراق المالية تشغل جزءا كبيرا من تفكير غالبية الناس ولم تعد تقتصر على كبار المستثمرين ورجال الأعمال والمختصين والمتابعين والباحثين وتتبع الأهمية من خلال النقاط التالية:

- لفت أنظار المستثمرين الأفراد إلى ضرورة دراسة العوامل والمتغيرات المحددة للإستراتيجية الاستثمارية بدقة وموضوعية.

- يمكن المهتمين بالأسواق المالية من الاستفادة من النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة.

- إن فكرة الأسواق المالية قد أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسة

الاقتصادية في الدول المتقدمة بينما لم تتل الاهتمام الكافي والملائم من قبل نظرائهم في العالم العربي،

وتكمن الأهمية الأساسية لهذه الدراسة في جذب الانتباه إلى قيمة الموضوع في حد ذاته ووجوب توعية

المستثمرين وإدارة الشركات في العالم العربي بأهمية الأسواق المالية والمؤشرات الأخرى ذات العلاقة

بترشيد قرارات الاستثمار المالي والاستفادة من تجارب الآخرين في مجال السوق المالي.

- الإيعاز إلى الشركات المدرجة في سوق عمان بتحسين وتطوير أدائها لزيادة إقبال المستثمرين عليها.

5 - أسباب اختيار الموضوع:

ينطلق اهتمامنا بالموضوع من خلال مجموعة اعتبارات من بينها:

- صلة الموضوع باختصاص الدراسة: الأسواق المالية والبورصات.

- قلة الدراسات التي تناولت هذا الموضوع بالتأصيل وخاصة من الناحية التطبيقية في البلدان العربية.

- رغبتنا في الإطلاع على هذا الموضوع والتعمق فيه كخطوة للتخصص مستقبلا.

- محاولة النهوض بالاقتصاد الأردني من خلال توفير آليات تمويل جديدة تلبي احتياجات المستثمرين

ورغبتهم و تضح مزيدا من الأموال لمختلف القطاعات المشكلة للاقتصاد القومي.

- السعي لترشيد قرارات المسيرين والمستثمرين في البورصات ودفع بورصة الجزائر للاستفادة من تجارب

الآخرين.

6- الدراسات السابقة:

فيما يخص الدراسات السابقة المتعلقة بهذا الموضوع، فبعد البحث تبين وجود العديد من البحوث التي

تتقارب في الغايات وموضوع هذا البحث لكن تتناول الموضوع من زوايا ورؤى مختلفة تصب مجملها في بوتقة

دراسة دور وآداء الأسواق المالية في الاقتصاديات الوطنية، وفيما يلي عينة عند أهم الدراسات التي يعتقد أن لها

علاقة بموضوع البحث:

*الدراسة الأولى:

أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة للطالب بوكساني رشيد، تحت عنوان: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة عن الإشكالية توصل الطالب إلى النتائج التالية:

- 1- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية للأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق.
 - 2- تعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من سوء تخصيص المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، لذا فإن المستثمرون يعتمدون على التقارير السنوية في بناء قراراتهم الاستثمارية.
 - 3- يتضح نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم، إذ قدرت هذه القيمة لتسعة أسواق عربية عام 2002 م بأقل من 180 مليون دولار في حين قدر المجموع الكلي للقيمة العالمية بحوالي 10 تريليون دولار لنفس السنة.
 - 4- من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية، هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، ما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين بأسواقهم العربية.
 - 5- ضيق الفرص المتاحة للتنويع، إذ تنسم جميع البورصات العربية بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنويع، ما يضع قيوداً على إستراتيجيات الاستثمار الفردي أو المؤسسي.
- ### *الدراسة الثانية:

كانت للطالبة الداوي خيرة، وهي رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، حاملة لعنوان: تقييم أداء وكفاءة الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة 2005-2009.

وبعد إتمام الدراسة خلصت الطالبة إلى مجموعة من النتائج:

- 1- أسعار أسهم الشركات لا تسير عشوائياً، وذلك حسب الاختبارات المطبقة في ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2005-2009.
- 2- تختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) من متغير لآخر، حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق بورصة الأردن.
- 3- لمعدل التضخم تأثير ذو معنوية إحصائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%.
- 4- هناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، أي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر البورصة عند مستوى معنوية 5%.

*الدراسة الثالثة:

مذكرة الطالب مزاهدية رفيق مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية حاملة لعنوان: كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم بالسعودية. وقد خلصت دراسة الطالب إلى النتائج التالية:

-تحقق سوق الأسهم السعودية فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة في الوقت الذي أخفقت في تحقيق فرض الصيغة القوية للكفاءة.

- السوق لا تمتلك العديد من المقومات الرئيسية للكفاءة، وتحرك أسعار الأسهم في شكل مسارات لا تعكس واقع المعلومات والنتائج المالية المتاحة عن الشركات.

*الدراسة الرابعة:

للطالب مبارك سامي وهي مذكرة ماجستير بعنوان: فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، ونظراً لطبيعة الموضوع.

حيث جاءت نتائج الدراسة كالآتي:

-على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطاع المصرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، على التمويل في هذه البلدان.

-على مستوى الأسواق الثانوية، تميزت البلدان الثلاثة بصغر حجمها، تدني رسملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.

-انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلّة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.

وقد كانت الدراسات السابقة مهمّة للانطلاق بمفاهيم جلية وواضحة ودقيقة للأسواق المالية والبورصات، إلا أنها لم تتعرض بالشكل الكافي للاستثمار المالي كصورة لتحقيق تنمية اقتصادية شاملة.

وعليه، ما يلاحظ من خلال عرض الدراسات والأبحاث السابقة أن معظمها تتقارب في الإطار النظري والفكرة العامة وأنها تقوم على دراسة الأسواق المالية من ناحية نظرية، وما نحاول الوصول إليه من خلال هذه الدراسة هو عرض للواقع التّمويلي الذي يمكن أن تقدمه بورصة عمان من خلال متابعة نتائج السوق الأولية ومساهمتها في تجميع المدّخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، كما لا يمنع هذا من تتبع نشاط السوق الثانية.

7-منهج الدراسة:

إن الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع انطلاقاً من التعرف عليه وصولاً إلى الإجابة عن التساؤل المطروح في الإشكالية تطلب منا استعمال المنهج الوصفي والتحليلي كركيزتين أساسيتين في هذه الدراسة، حيث يتبع المنهج الوصفي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم والأسس النظرية للبحث أما المنهج التحليلي سيستخدم في تحليل البيانات المجمعّة وهذا تحقيقاً للهدف الرئيسي للبحث.

8- أدوات الدراسة:

- أثناء القيام بانجاز هذا البحث تم الاعتماد أساسا على الأدوات التالية:
- اعتماد مراجع من كتب، مجلات، مذكرات، تقارير، ملتقيات وطنية سواء كانت هذه المراجع باللغة العربية أو الأجنبية.
 - الاستعانة بشبكة الانترنت من أجل الحصول على الدراسات الحديثة التي يتعذر إيجادها في المكتبات.
 - الاتصال بالأساتذة الجامعيين المختصين من أجل الاستشارة وطلب التوجيه.

9- هيكل الدراسة:

من أجل دراسة وافية وحصر أشمل لجميع جوانب الموضوع، قسم موضوع البحث إلى ثلاثة فصول نظرية وفصل تطبيقي بالإضافة الى المقدمة والخاتمة، حيث تم تخصيص الفصل الأول لدراسة الجوانب النظرية لسوق المال من خلال مدخل إلى الأسواق المالية ركزت محتوياته على بعض المفاهيم والمصطلحات ليتم بعدها عرض لتقسيمات سوق المال وفقا لطبيعة الأموال المتداولة في السوق إذ كانت الأسبقية لأدوات سوق النقد بوصفة الأقدم في عرض الأموال في حين يوصف سوق رأس المال بالسوق الذي يركز على الأموال طويلة الأجل والتي تتسم بالمخاطرة .

أما الفصل الثاني فقد تعرض لفكرة كفاءة السوق لكن قبل هذا تم التطرق بنوع من التفصيل إلى بورصة الأوراق المالية من خلال تعريف البورصة ووظائفها وذلك بالتعرض إلى كيفية آدائها دور همزة الوصل بين المستثمرين والمدخرين عن طريق وضعها لما يسمى بالأدوات الاستثمارية كوسيلة لضمان حقوق المتعاملين من جهة وتسهيل انتقال ملكية الأموال من جهة أخرى.

وعليه فان فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية نالت فيضا كبيرا من الدراسات والأبحاث أرست قواعد ومفاهيم الكفاءة ومدى واقعية هذه الفرضية والوسائل والأدوات الكفيلة لضمان كفاءة سوق المال وهذا ما تم التطرق إليه في المبحث الثالث من نفس الفصل، في حين تناول المبحث الرابع عرض لمداخل تحليل أسعار الأوراق المالية بداية بالتحليل الأساسي وذلك اعتمادا على مدخل التحليل الكلي الجزئي، بدءا من تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة ووضعية الشركة إضافة إلى دراسة مركزها المالي، مرورا للتحليل الفني حيث تعرّض الباحث للبناء النظري لهذا الأسلوب ونظرية داو باعتبارها أساس قيام هذا التحليل وأدوات التحليل المختلفة المستعملة للاستثمار في الأسهم من خلال هذا المدخل وأخيرا تمت المقارنة بين المدخلين.

في حين أشار الفصل الثالث بوجه عام إلى مفهوم الاستثمار وبوجه خاصّ تعرض إلى الاستثمار في الأوراق المالية مبرزا أهم القواعد والاستراتيجيات المتعلقة بترشيد القرار ليشمل أيضا محدّدات الاستثمار في الأوراق المالية والذي تحكمه محدّدات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق والخطر التاجم عن هذه الأوراق. أما الفصل الرابع فقد خصّص لدراسة واقع سوق المال الأردني ودوره في تخصيص الاستثمارات المنتجة وذلك بالتطرق إلى ماهية سوق عمان للأوراق المالية من حيث المفهوم، النشأة ومميزاتها مرورا إلى تنظيم

البورصة وأخيرا ثم دراسة دور بورصة عمّان في تعبئة المدّخرات وتوجيهها للاستثمارات المحليّة وذلك بالتعمّق في واقع كل من السوق الأولى والثانوية لهذا السوق. وختمنا البحث بخاتمة عامة تضمّ الخلاصة العامة ونتائج الدراسة وكذا نتائج اختبار فرضيات البحث، ثم التوصيات المقترحة وأخيرا آفاق البحث.

الفصل الأول:
الإطار النظري
للأسواق المالية

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، حيث تحظى هذه الأسواق بأهمية كبرى في الاقتصاديات المعاصرة على الرغم من اختلاف درجة تقدمها ونظمها السياسية، وهذا راجع لما تقوم به من دور هام في تكوين حلقة الوصل بين الوحدات الاقتصادية المقرضة "ذات الفائض" والمقرضة "ذات العجز" بهدف توجيه المدخرات نحو استغلال الفرص الاستثمارية المربحة بما يضمن تحقيق مصالح جميع الأطراف المتعاملة فيه، فقيام النشاط الاقتصادي وتوسّعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج وعلى رأسها عنصر رأس المال لذلك فإن الحاجة للتمويل باعتباره أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج، كانت السبب وراء نشوء وتطور الأسواق المالية، والتي تعنى بلعب دور الوساطة لاستفادة أصحاب العجز من فائض رأس المال الضروري لضمان الاستثمار والتوسع والاستمرار وذلك على اعتبار أنه موقع يلتقي فيه العرض والطلب ويحدث تبادل الأموال عند السعر التوازني. لتوضيح هذه الأفكار اخترنا أن نعالج الإطار النظري للأسواق المالية في هذا الفصل معتمدين على مباحث ثلاث هي:

المبحث الأول: مفهوم ونشأة الأسواق المالية.

المبحث الثاني: تقسيمات سوق المال وأدواته.

المبحث الثالث: التمويل عن طريق الأسواق المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية الوجه الجديد للتمويل في اقتصاديات الدول الحديثة، فقد ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، خاصة الدول الرأسمالية منها، ولهذه الأخيرة وظائف اقتصادية مهمة قد لا تكون واضحة للعديد من الناس لكنها في واقع الأمر هي حلقة اتصال بالقطاعات المختلفة في المجتمع فضلا عن الخصائص التي تميزها عن باقي مؤسسات الوساطة المالية باعتبارها مصدر تمويلي حديث أملت مختلف الظروف الاقتصادية الخاصة بكل دولة، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث من خلال النقاط أو المطالب الآتية:

المطلب الأول: مفهوم ونشأة أسواق المال

يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عرفت في أوروبا، حيث مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بمراحل عدة إلى أن أصبحت على ما هي عليه إلى أن أصبحت على ما هي عليه الآن، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أنها تصب في نفس المعنى.

الفرع الأول: مفهوم السوق المالية

سنتطرق في هذا الفرع إلى تعريف السوق المالية.

1_ "مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل، والطالبين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية"¹.

2_ "هي وسيلة لعرض أموال المدخرين بالطلب عليها "المستثمرين" حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي"².

3_ كما يمكن تعريف السوق المالية على أنها: "وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون، الوسطاء المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا"³.

5- هو "عبارة عن مجموعة من المنشآت المالية والمستثمرين والمعاملات والأدوات المالية والإطار المؤسسي اللازم لها والتي يتم التعامل فيها في الموجودات المالية والمطلوبات المالية"⁴.

¹ جمال لعامرة، حدة رابيس، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة

حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، ص:3.

² محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية "الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:22.

³ معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص:58.

⁴ حسين عبد الجليل آل غزوي، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية دراسة اختيارية على شركات المساهمة العامة في

المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص تحليل مالي، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية في الدانمارك،

2010، ص:65.

* وكتعريف شامل يمكن تعريف الأسواق المالية على أنها : "كل مكان أو حيزٍ تنتقل فيه رؤوس الأموال من وحدات العجز إلى وحدات الفائض عن طريق إصدار وتداول أدوات مالية معينة بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق تجعل الأثمان سائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه".

الفرع الثاني: مراحل نشأة فكرة الأسواق المالية

إن أول ظهور للأسواق المالية كان في القرن الخامس عشر وفي العصور الوسطى تعتبر كل من بروج وليون وأمستردام ولندن والمراكز المالية المهمة، وقد ظهرت قاعدة لأسعار الأسهم سنة 1592 م، لكن هناك من يربط ظهور الأسواق المالية بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبنك وهي:¹

1 **المرحلة الأولى:** وهي المرحلة التي تمثل بدايات تطور الأسواق المالية والتي تضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والسيارة وارتبط وجودهم بتحقيق ارتفاع نسبي في الدخل، والتي نجم عنها توسع في حجم الاستثمارات التي يستدعي توجهها نحو البنوك للاقتراض منها تلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لها.

2 **المرحلة الثانية:** تميزت ببداية ظهور المصرف المركزي الذي يسيطر على المصارف التجارية بعد أن تميزت المرحلة الأولى بحرية اقتصادية مطلقة.

3 **المرحلة الثالثة:** وفيها ظهرت المصارف المتخصصة في الاقتراض متوسط وبعيد الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية) التي أصدرت سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد حاجاتها من الأموال لتمويل المشروعات المختلفة.²

4 **المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدارات سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وازداد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالية وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، بالإضافة إلى وجود سوق نقدية متقدمة مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.³

5 **المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية، المحلية في الأسواق المالية الدولية وبحيث تكمل الأسواق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة من نماء النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية فيها.⁴

¹ حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006، ص ص : 19، 20.

² خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص ص : 26، 27.

³ نفس المرجع السابق، ص ص : 26، 27.

⁴ محمد الأمين ولد عالي، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية : السوق المالية الإسلامية في

ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي، دار ابن حزم، لبنان، 2011، ص:113.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق المال

ينطوي مفهوم سوق المال على خصائص تميزه عند باقي الأنظمة التمويلية المعمول بها في أي اقتصاد تمكنه من أداء وظائفه الأساسية تهدف في مجملها إلى توفير وتقديم الموارد المالية من وحدات العجز إلى الأخرى ذات العجز عبر قنوات معينة.

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية

وتتجلى خصائص الأسواق المالية في توفير ما يلي:

- **كفاءة التشغيل:** وهي قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد التي يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات، وهي ما تسمى بتكلفة المعاملات ونظم تكلفة الوساطة المالية، وتكلفة تحويل الورقة المالية، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف على درجة كبيرة على هذه التكلفة.
- **كفاءة تخصيص الموارد:** إن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل فائض الأموال من أصحاب فائض المال إلى أصحاب العجز، وهي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة التخصيص.
- **توفير السيولة:** من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق، كما أنه يمكن لحملتها إعادتها إلى الشركة المصدرة، كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق المالي في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراق وتحويلها إلى نقدية¹.
- وبهذا فإن الأسواق المالية تلعب دورا كبيرا في خلق السيولة الكافية للمستثمرين عند رغبتهم في تسهيل الاستثمارات في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة بسهولة ويسر وبسعر مناسب إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم، أو تغيير محافظ أوراقهم المالية، كما أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق تجعل الاستثمارات أقل مخاطرة وأكثر ربحية، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات وبالتبعية زيادة معدلات النمو الاقتصادي².
- تشمل على عدة أسواق ولا تقتصر على سوق واحدة، ويعد سوق رأس المال الثانوي المنظم (البورصة) أهم هذه الأسواق حيث أنها تعمل على استثمار أموال الأفراد والبنوك وشركات التأمين وصناديق الادخار وغيرها من مصادر تجميع الأموال.
- تجمع بين البائعين والمشتريين، الذين يسبغون في تعاملاتهم وفقا لقواعد العرض والطلب.
- الأسواق المالية تتعامل في الأدوات المالية وفي مقدمتها الأسهم والسندات بيعا وشراء.
- وسيلة تستطيع من خلالها الدولة والأجهزة الحكومية سد حاجياتها المالية اللازمة والقيام بأعبائها المتزايدة لتحويل أهداف التنمية من خلال إصداراتها المختلفة وطرحها للاكتتاب العام³.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص ص: 55، 56.

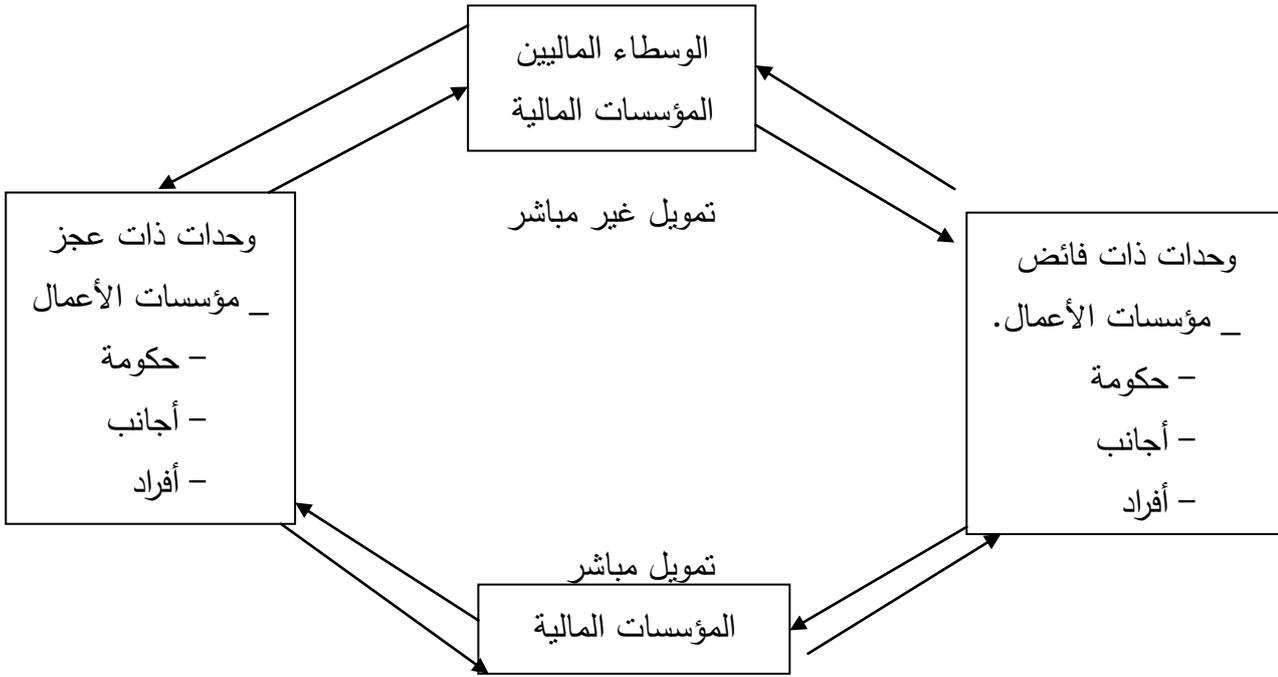
² نوال جمعون، دور التمويل المصرفي في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص: 59.

³ نحو اقتصاد فقهي إسلامي حول النقود والأسواق المالية، ملتقى البحث العلمي، على الموقع:

الفرع الثاني: وظائف الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية هامة تمثل في تحويل موارد مالية من الوحدات المالية ذات الفائض إلى وحدات العجز والشكل 1 يوضح طرق تمويل العجز أو طرق تحويل المدخرات من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز.

شكل (رقم:1): تمويل الأسواق المالية بالمدخرات.



المصدر: أحمد أبو الفتوح علي الناقية، نظرية النقد والبنوك والأسواق المالية (الإشعاع الفنية للنشر والتوزيع، مصر، 2001)، ص: 10.

***التمويل المباشر:** يحصل هذا النوع من التمويل عند قيام المقترضين باقتراض الأموال المباشرة من المقترضين في الأسواق المالية وذلك ببيع الأوراق المالية للمقترضين¹، أين يتم الاتصال مباشرة بين فئتي العجز والفائض دون اللجوء إلى أي وسيط مالي².

***التمويل غير المباشر:** ويتم تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز عن طريق مؤسسات مالية لأسواق المال مقابل هذا التحويل، وتحصل وحدات الفائض على أصول مالية يصدرها الوسطاء على أنفسهم وتسمى: أصولاً غير مباشرة يمثل شهادات الادخار وشهادات الاستثمار، ثم يقدم الوسطاء بتحويل هذه الموارد إلى وحدات العجز التي تقوم بإصدار أصول مباشرة إلى المؤسسات المالية³.
من خلال الدور الأساسي للمؤسسات المالية تتلخص وظائفه الأساسية في شقين:

¹ غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول الأساسيات دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 35.

² سمير مسعي، تسعين الفروض المصرفية "دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007_2008، ص: 18.

³ أحمد أبو الفتوح علي الناقية، مرجع سابق، ص: 11.

*الأول: تعبئة المدخرات (الوظيفة الادخارية).

*الثاني: توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة (الوظيفة التمويلية).

وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال، حيث يتم التطوير أما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها¹.

وعموما يمكن تلخيص وظائف الأسواق المالية فيما يلي:

_ سهولة إكمال العمليات المالية بين البائع والمشتري لأصول مالية يساعد على تشجيع الادخار والاستثمار.
_ توفير التمويل المتوسط والطويل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من التكلفة الاقتراض من البنوك.
_ يمثل السوق المالي وسيطا ماليا بين الأفراد والمؤسسات المالية وشركات الأعمال والخدمات ولذلك فهي مرحلة من مراحل نمو النظام المصرفي.

_ تشجيع تدفق الأموال والاستثمارات الخارجية إذا ما تحول السوق المالي لسوق إقليمي دولي.

_ تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية مثل الأسهم والسندات.

_ تعتبر الأوراق المالية في السوق المالي من الضمانات الجيدة والمقبولة عن منح القروض لدى البنوك.

_ تقييم الشركات من قبل تحديد القيمة الحقيقية للقيم المقيدة ومنه تكون قيمة المؤسسة بضرب عدد السهم في عدد أسهمها.

-تنظم الأسواق المالية اللقاء بين مالكي القواعد المالية، أي المدخرين وأولئك الذين يبحثون عن تلك القواعد ويطلبونه، خاصة المؤسسات الدولية والتنظيمات العمومية، وهي بتوجيهها تدفق الادخار المتوفر والذي يرغب حائزوه في رفع قيمته، فإنها تولد إمكانية إصدار قروض ورؤوس أموال المؤسسات التي تبحث عن التوسع والاستثمار.

_ تكمن في السماح للمؤسسات المدرجة تعديل هيكلها المالي، أي تحويل توزيع رأسمالها بين مختلف حملة الأسهم، باعتبار المؤسسات عنصرا حيا عليها التأقلم الأمثل مع التغيرات السائدة في محيطها الاقتصادي، خاصة بالتطوير وصولا إلى الإدماج، استراتيجيات تقارب مع مؤسسات أخرى، بداية من التحالف الذي هو إجراء عرض شراء عمومي، متعلق بمرور العملية الشراء الشامل بالبورصة وجد مقنن، حيث الهدف السيطرة على شركة ما، وتتجلى العملية بالإعلام علنا لحملة أسهم مؤسسة مدرجة أن شخصا (صاحب العرض) مستعد لشراء الأسهم التي يحملونها².

_ يعتبر الهدف الأساسي من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد القومي هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 5.

² عبد الكريم شوكمال، سمير إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول الحامل بعنوان: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23، 24 فيفري 2011، المركز الجامعي غرداية، ص: 3.

الاقتصادية، التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية¹.

المطلب الثالث: عوامل نجاح أسواق المال

لا يكفي أن تكون هناك شروط ملائمة لقيام سوق مالي ولكن لا بد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها ويقتضي ذلك توفر عدة شروط أو عوامل بعضها أساسي والآخر مكمل.

الفرع الأول: العوامل الأساسية

1- وجود الأنظمة واللوائح لتنظيم الأسواق المالية من قبل الحكومات من خلال القوانين والتشريعات الرقابية التي تضي صفة المنافسة الكاملة وتمنع الاحتكار والنصب الاحتيال.

2- إنشاء أسواق للأوراق المالية داخل الدولة وتنوع أدوات الاستثمار في تلك الأسواق، يعني تعدد الخيارات أمام المدخرين ويوفر السيولة الكافية بالنسبة لكل من المدخر والمستثمر.

3- توفر نظم للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.

4- الحرية الكاملة في التعامل مع السوق.

5- وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

الفرع الثاني: العوامل المكتملة

- الموقع الجغرافي للسوق المالي وقربه من الأسواق الدولية.

- وجود عدد كبير من البنوك الأجنبية والوطنية وشركات الاستثمار وشركات المساهمة العامة.

- ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد.

- وجود الحد الأدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة².

المطلب الثالث: العوامل الملائمة لتكوين الأسواق المالية

يتطلب إنشاء سوق مالي توفر عدة شروط يمكننا إجمالها في الآتي³:

أ - زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض إلى المستثمرين من أجل قيام مشاريعهم.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 5.

² نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال المالي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير

في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 23.

³ نفس المرجع السابق، ص: 24.

- ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: حيث تعتبر السوق المالية من أهم الأدوات التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، وذلك لكون هذا السوق مجال استثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصا من رأس مال المؤسسات الصناعية أو التجارية أو العقارية.
- ت- إنشاء بورصات للأوراق المالية: حيث تعتبر بورصات الأوراق المالية من أجهزة الادخار والاستثمار الهامة في الدول ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط، حيث يلعب كلا من القطاع العام والقطاع الخاص دوره في هذا الشأن.
- ث- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها تكوين الشركات أو طرح الأسهم والسندات لا بد أن يكون مصحوب بإعلان حتى يعلم كل مستثمر وكل مدخر الفرصة التي قد تحتاج لتوظيف أمواله، ولا بد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المستثمرين وحتى تكون هذه الإعلانات ذات صبغة جدية.

المبحث الثاني: تقسيمات سوق المال وأدواته

يشمل سوق المال جميع المعاملات المالية في المجتمع أيًا كانت هذه المعاملات وأيًا كانت هذه المعاملات الصورة التي يجري عليها المعاملة وأيًا كانت المؤسسة التي يجري التعامل من خلالها، وينقسم سوق المال من حيث الأجل إلى سوق للنقد يضم أدوات لا تتجاوز أجل استحقاقاتها السنة الواحدة، وسوقا آخر للمعاملات ذات الأجل الطويل اصطلح على تسميته سوق رأس مال تتداول به أداة دين وأخرى بصفة الملكية إضافة إلى عقود مشتقة من الأصول السابقة.

المطلب الأول: تقسيمات سوق المال

هناك عدة تصنيفات للأسواق المالية والتي تقوم على أسس مختلفة حيث تنقسم إلى أسواق نظامية وأخرى غير نظامية، أسواق أولية وأسواق ثانوية، أسواق نقد وأخرى رأس المال، ويتم الاعتماد على معيار أجل الاستحقاق لأنه الأكثر شيوعا في دراسة أنواع الأسواق المالية، حيث ينقسم هذا الأخير إلى سوق نقد وسوق رأس مال.

الفرع الأول: سوق النقد

سوف نتعرض في هذا الفرع إلى مفهوم سوق النقد وأهميته.

أولاً: المفهوم:

- يعرف سوق النقد على أنه سوق القروض القصيرة جدا، وهو سوق التعامل بين بنوك والذي يضمن تحقيق التوازن اليومي من آجال العمليات المدينة والدائنة للمؤسسات الائتمانية، حيث تقوم البنوك باستثمار فوائدها لدى هذه السوق كما تحصل منه على قروض اللازمة استنادا إلى وضعية احتياطاتها لدى البنك المركزي¹.

¹ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر، 2006، ص:7.

- هي ذلك المجال الذي يتم فيه التعامل بالأصول النقدية (أي التداول الأوراق المالية قصيرة الأجل) والتي ترتفع درجة سيولتها وتتنخفض درجة المخاطرة فيها، ولذلك تقل فيها معدلات الفائدة مقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل، التي يتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية. وبمقتضى ما جاء في القانون المتعلق بالنقد والقرض رقم 11_03 المؤرخ في 2003/08/26، يعرف بسوق النقد على أنه: "مجموع المؤسسات البنكية والمالية، وأي مؤسسة أخرى يسمح لها صراحة مجلس النقد والقرض بالتعامل عن طريق الشراء، البيع، القروض أو الرهن، التمويل أو التوظيف المدعم أو غير المدعم بضمانات، عمليات Swap للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية لآجال تتراوح بين 24 ساعة إلى سنتين¹.

ثانياً: أهمية سوق النقد

تعدّ أسواق النقد على درجة كبيرة من الأهمية للاقتصاد القومي، إذ تؤمن هذه السوق سيولة النظام المصرفي، حيث يمكن للمصارف التجارية أن توظف بعض أموالها بشكل سائل ومأمون، كما أنه يخلق لها منفذا لاستعمال فوائضها المالية مؤقتاً بما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت ومنخفض، كما أن هذه السوق تساعد البنك المركزي على تحقيق الرقابة اللازمة وذلك من خلال التأثير على كمية وأسعار الأموال السائلة، وذلك عن طريق التدخل في هذه السوق أما لعرض الأموال وطلبها وذلك وفقاً للسياسة النقدية التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها²، كما أن الأفراد يحتاجون إلى الائتمان الاستهلاكي عندما تعجز مواردهم النقدية السائلة خاصة عن مواجهة متطلباتهم، وكذلك الأمر بالنسبة للحكومة لمواجهة نفقاتها الجارية والطارئة والتي تتجاوز الاعتماد الواردة في الميزانية ويعتبر قطاع التجارة أكثر المجالات استخداماً للموارد النقدية والتسهيلات الائتمانية، حيث يحتاج هذا القطاع إلى ضمانات مصرفية واعتمادات مفتوحة يستطيع من خلالها أن يغطي احتياجاته من الأصول النقدية، لتأمين استرداد بضائعه من الخارج أو تسويق منتجاته في الداخل³.

الفرع الثاني: سوق رأس المال

وفي هذا الفرع سوف نتعرض إلى مفهوم سوق رأس المال وبنيته أو تقسيماته.

أولاً: مفهوم سوق رأس المال:

- يعرف على أنه السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات العمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود ولفترات طويلة أو متوسطة، ولكن الاقتراض في الواقع ليس

¹ محمد الأمين خنيوة، فعالية إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي دراسة حالة المؤسسة الاسمنت حامة بوزيان CSHB، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد منتوري، قسنطينة، 2007_2008، ص: 90، 91.

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، بدون دار نشر، مصر، 1999، ص: 13.

³ حدة رايس، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 9 مارس 2006، ص: 4.

الصفقة الجوهريّة لسوق رأس المال بل هو أحد أشكال الحصول على الموارد، لذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتعامل فيه كل من أصحاب الأموال والمستثمرين بعقود طويلة الأجل¹.
- كما يعرف على أنه: السوق التي ينحصر التعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التي تغطي فترة تزيد عن سنة، والهدف من هذا السوق هو أنه يتم تحويل المدخرات إلى استثمارات من خلال طريقتين هما²:

*يقوم المدخرون بشراء الأدوات المالية طويلة الأجل المصدرة وبالتالي، توفر للشركات الأعمال التمويل اللازم لاستثماراتها.

*تقوم المنشآت المالية مثل البنوك التجارية وشركات التأمين باستخدام مدخرات الأفراد لتكوين محافظ الاستثمارات من خلال شراءهم للأوراق المالية في تلك السوق.

ثانياً: بنية سوق رأس المال

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي وسوق ثانوي وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية، كما تنقسم السوق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقاً لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول.

1 **السوق الأولية (سوق الإصدار):** وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة والتي أصدرتها المؤسسات والمنشآت والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال للتمويل الاحتياجات المالية³.

مما سبق يتضح أن السوق الأولية أو سوق الإصدارات لا تعني سوى بداية لحركة النشاط المالي، والوقوف عندها يعني جموداً لا يحقق للمستثمر الأمان الذي يبيغيه من وراء استثماره طبقاً لما تقتضيه الاعتبارات الفنية البحتة⁴، وغالباً ما تتكون هذه السوق من مؤسسات متخصصة بعملية الإصدارات الأولية، ويطلق عليها اسم بنكيير أو بنك الاستثمار مثل مؤسسة بوسطن الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية، وتضطلع هذه المؤسسات بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيتات للإصدار والسعر والكمية⁵.

¹ حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، العدد 11، ماي 2007، ص:6.

² عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تبسيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011_2012، ص:14.

³ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006، ص:44.

⁴ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص: 497.

⁵ بلال شيخي، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، دراسات اقتصادية، دورية فصلية محكمة تصدر عن مركز البصيرة والاستشارات والخدمات التعليمية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، العدد 12، فيفري 2009، ص: 107-136.

2- السوق الثانوية(سوق التداول):

- تعرّف الأسواق المالية الثانوية بأنها السوق التي يتم فيها التداول الأوراق المالية الطويلة الأجل، والتي بعد إصدارها بالسوق الأولي ويطلق عليها بالثانوية لأن الأوراق التي يتم التداول فيها والتعامل بها تباع للمرة الثانية وأكثر¹.

ومن الجدير بالذكر أن السوق الثانوي تكون أحيانا كثيرة أهم من السوق الأولي، حيث إذا كان السوق الأولي يتيح للمقترضين الحصول على الائتمان فان السوق الثانوي هو الذي يقوم بتوفير عامل السيولة للمقترضين حيث بدونه قد يضطر حملة الإصدارات بشكل عام إلى الاحتفاظ بها حتى ميعاد استحقاقها، فضلا على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولي صعبا إذا لم تتطور معه السوق الثانوي في نفس الوقت لأنه لو طرح استحقاق بعد 20 سنة ولم تكن هناك سوق ثانوية لما أقدم على شرائها أحد، وبالتالي لو لم يكن هناك سوق ثانوي لكان من الصعب تصور وجود سوق أولي واستمراره².

جدول (رقم:1): ملخص لأهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية	معيار التفرقة
تبادل القيم المتداولة المؤسسات المالية المتخصصة والجمهور	إصدار القيم المتداولة المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المتخصصة.	الوظيفة الأساسية المتعاملون
-توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية.	توظيف الادخار	الأهمية بالنسبة للمستثمر
سوق الإصدارات القديمة. البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء(من وكلاء الصرف وغيرهم).	سوق الإصدارات الجديدة الدولة (ممثلة بالخبزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار، البريد....الخ	طبيعة الإصدارات المؤسسات المختصة في جمع الأموال

المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية: سلسلة التعريف بالبورصة(ج 1، 2002)، ص:63.

من الجدول السابق وحسب تقسيم سوق العمليات المالية، تعتبر البورصة أو السوق الثانوية جزءا من السوق المالية ككل، هذا الجزء هو الأهم باعتباره دائما ومستقرا، على عكس الجزء الآخر(السوق الأولية) التي تعتبر ظرفية بالنسبة للورقة المالية المعنية، فعمليات الإصدار الجديدة قد تتم مرة كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر،

¹ سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية الأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009_2010، ص 28.

² محمد يونس، وآخرون، مرجع سابق، ص: 82.

بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريبا ومن هنا تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة للقيم المتداولة¹.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة، فالسوق المنظمة أو ما يعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق²، وتتصف هذه السوق بالآتي³:

ـ يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.

ـ توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية فيها.

ـ يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه الأسواق وفق قواعد معينة.

أما السوق غير المنظمة (غير الرسمية) فهي الأسواق التي يتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط، يطلق عليها عمليات التداول التي كانت تتم فعلا على منضدة مخصصة لها، وقد تم الاحتفاظ بهذه التسمية حتى الآن للعمليات التي تتم عن طريق وسيط أو تاجر ويلاحظ أن غالبية الأسهم أو السندات الشركات الصغيرة تتم بهذا الأسلوب⁴ وفي أسواق رأس المال الكبيرة يمكن أن يتواجد السوقيين معا، أما في أسواقنا العربية فواحد من هذين السوقيين قد يكفي⁵.

والأسواق الثانية غير المنظمة تتضمن مجموعة من الأسواق الأخرى الغير فرعية وهي كالتالي:

- **السوق الثالثة:** هي نوع من الأسواق غير المنظمة، بحيث تتكون من بيوت السمسرة هي غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم الحق في العمل في الأسواق المالية المسجلة في تلك الأسواق، بيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الورقة المالية بأي كمية سواء صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية⁶.
- **السوق الرابعة:** عبارة عن مؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة⁷.

¹ جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية: سلسلة التعريف بالبورصة، ج 1، 2001، ص ص: 63، 64.

² عبد الغفار حنفي، رسمية، قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 295.

³ جبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة فرنسا-، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات الجامعية، جامعة بسكرة الجزائر، يومي 21_22 نوفمبر، 2006، ص: 6.

⁴ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية- البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 16.

⁵ منير إبراهيم هندي، مستقبل رأس المال العربية "مخاطر ومحاذير"، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1995، ص: 54.

⁶ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 187، 186.

⁷ مريم باي، السوق السندية وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2008، ص ص: 81، 82.

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في سوق المال

تعتبر سوق المال حلقة الوصل بين الوحدات التي يزيد دخلها من الإنتاج الجاري على اتفاقها على الإنتاج الجاري من سلع وخدمات وبين الوحدات التي يقل دخلها الجاري على اتفاقها الجاري من نفس السلع والخدمات وتتطلب هذه العملية وجود أدوات تتكفل بهذه المهمة قد يكون أجلها طويلا كما هو الحال بالنسبة لأدوات الملكية والدين وقد لا يتجاوز تاريخ للاستحقاق السنة الواحدة ممثلة في أدوات سوق النقد، وذلك طبقا لحاجيات كل متعامل أو مستثمر داخل هذه السوق.

الفرع الأول: أدوات سوق النقد

وفي هذا الفرع سوف نتناول أدونات الخزينة والأوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول والقبولات المصرفية وأخيرا اتفاقيات إعادة الشراء.

أولا: أدونات الخزينة

1 مفهومها:

عبارة عن صكوك تصدرها خزانة الدولة لحاملها لمدة قصيرة تتراوح بين 15 يوم و91 يوم غالبا ما تصدر لمقابلة الغطاء المترتب على زيادة الإصدار النقدي، أو لمقابلة العجز المترتب على زيادة الصرف في أوقات لا تتوافر فيها الإيرادات الكافية¹.

2 إصدارها:

يتم إصدار أدونات الخزينة عن طريق نظام العطاءات والذي يتم بمقتضاه الإعلان عن القيمة الاسمية لأذون الخزينة الجديدة، مدة الأذون ونوع العطاء (التنافسي وغير التنافسي)، أسلوب الدّفع والبنك المخول بتلقي العطاءات بالإضافة إلى اسم وتوقيع صاحب العطاء، ويمكن الحصول على كراسة الشروط الخاصة بالعطاءات مجانا أو مقابل رسم بسيط من أحد البنوك التي تعهد إليها الخزينة بالقيام بذلك، وأحيانا يمكن للمستثمر الذي يرغب في شراء هذه الأذون، اللجوء إلى بنك تجاري أو إحدى شركات السمسرة للحصول على كراسة الشروط واستكمال بياناتها وإرسالها إلى جهة الإصدار طبقا لأوامر ذلك المستثمر وعادة ما تقوم البنوك التجارية وشركات السمسرة بآداء تلك الخدمة لعملائها مقابل رسوم ثابتة تصل إلى 50 دولار كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية ويفوق العائد الذي يحصل عليه المستثمر في أدونات الخزينة قيمة الرسم الذي يتحمله المستثمر على كراسة الشروط².

وتحقق أذون الخزينة العديد من الفوائد أهمها³:

_ غياب مخاطر الائتمانية: حيث أن الجهة المصدرة للورقة المالية لها قدرة مطلقة على سداد ديونها وذلك بفرض ضرائب جديدة أو اللجوء إلى الإصدار النقدي.

¹ محمد سعيد، أنور سلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص:448.

² سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر، فلسطين، 2001، ص ص:242_244

³ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص:52.

_ **السيولة المالية:** من خلال إقبال الكثير من المستثمرين على شراء هذه الأدون من السوق الثانوية.
 _ **لها سوق مستمرة (سوق ثانوي):** فالمتعاملين فيها على استعداد دائما لشراء أو بيع كل الإصدارات الحالية منها.

- تتميز أدونات الخزنة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأس مالية، فالإذن عادة ما يباع بخصم أي بسعر أقل من قيمته الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر إذا ما قرر حامل الإذن "المستثمر" التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق فانه يضمن على الأقل استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه¹.

ثانيا: الأوراق التجارية

1 **مفهومها:** من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع، ظهرت بعد النقود مباشرة²، بحيث تمثل كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي وسمعتها الضريبية في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين ثلاثة أيام و 270 يوم، والهدف من إصدارها هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للشركة مثل شراء المخزون، ودفع الأجور.....الخ³

2 **مزاياها:** تحقق الأوراق التجارية مزايا عديدة أهمها:

_ تمثل الورقة التجارية أحد صور التمويل بالمديونية حيث تتضمن الورقة تاريخ الاستحقاق الذي يتم سداد القيمة الاسمية لحامل الورقة فيه.

_ يقتصر إصدارها على الشركات التي تتمتع بمراكز مالية قوية تسمح لها باكتساب ثقة المستثمرين الذين يقومون بشراء تلك الورقة.

- الورقة التجارية إحدى صور التمويل قصير الأجل حيث تتراوح آجالها بين عدة أيام وعدة شهور⁴.

ثالثا: شهادات الإيداع القابلة للتداول

هي وثيقة دين تصدرها المصارف والمؤسسات المالية يثبت فيها قيام المستثمر بإيداع مبلغ معين لديها لأجل معين يبدأ من تاريخ إصدارها الشهادة وينتهي عند الاستحقاق وبسعر الفائدة معينة، وهي شهادة لحاملها، قابلة للتحويل والتبادل من شخص إلى آخر ويتم التعامل فيها يتم عن طريق المصارف الكبرى فقط وبهذا فهي إلزام مالي على المصرف الذي أصدرها بالنسبة لقيمتها الاسمية والفوائد المستحقة عليها⁵.

رابعا: القبولات المصرفية

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص: 67.

² فارس فضيل، التقنيات البنكية محاضرات وتطبيقات، الجزء الأول، الموساك رشيد، الجزائر، 2006، ص: 186.

³ محمد علة، الدولة وعدم الاستقرار النقدي وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل

اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002_2003، ص: 32.

⁴ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 53_55.

⁵ هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 342.

إحدى أشكال الاقتراض بحيث يصادق البنك على سحب معين فيصبح للسحب سمعة وقوة تمنحانه قابلية التداول، فإذا احتاجت مؤسسة معينة للمال تسحب على إحدى البنوك سحباً وكان البنك قد أصبح كفيلاً لها، ولعل ما يميز القبولات المصرفية تسهيل النشاطات التجارية وتشجيع عملية الاستيراد والتصدير، كما لو أن البنك المركزي يسمح بخطط القبولات المصرفية التي استوفت الشروط الأساسية¹.

خامساً: اتفاقيات إعادة الشراء

يعدّ هذا النوع من أدوات الدين قصيرة الأجل، وهي عبارة عن قروض قصيرة أجل يقل أجل استحقاقها عن أسبوعين تستدينها المصارف بضمان أدونات خزانة تمتلكها، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقاً يصبح المقرض مالكا لأذون الخزانة الضامنة للقرض².

الفرع الثاني: أدوات سوق رأس المال

سنتعرف في هذا الفرع على مفهوم الأسهم والسندات والأوراق المالية المشتقة.

أولاً: الأسهم

1 - مفهومها:

مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس المال الشركة لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضاً الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فشركات المساهمة تعتمد اعتماداً ليكاد يكون تاماً على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء التكوين³.

2 خصائصها:

تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية ومن أهمها مايلي:

ـ أن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي للشركة المساهمة، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم من دون تغيير في ذلك القانون، و عادة ما تصدر الشركات عدداً من الأسهم العادية أقل من ذلك العدد المحدد في القانون الأساسي قد تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض الاختيارات والأوراق المالية للتبديل..... الخ

ـ إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل، كما إن للسندات في أغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر ولا الأرباح.

ـ للسهم العادي عدة قيم منها : القيمة الاسمية وهي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم وهي محددة في القانون الأساسي في الشركة وعادة ما تكون منخفضة مقارنة بسعر السوق.

¹ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد، زكريا، صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1990، ص: 246

² محمد يونس، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد للنشر، مصر، 2005، ص: 90، 91.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 496.

- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وعليه فعوائد الأسهم العادية تتغير من سنة لأخرى.¹

- **حق الملكية** : بمعنى أن المساهم يكون مالكا جزئيا للموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وسيستمر هذا الحق حتى تصفية الشركة.

- إن أصحاب الأسهم العادية لهم حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها عند الاكتتاب العام، حيث يجري هذا في الغالب من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقا من أسهم.

- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق الثانوية، غير أنه لا يحق لهم المطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبالتالي الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.²

- عدم قابلية السهم للتجزئة، ومن ثم إذا آلت ملكية السهم بسبب الوفاة إلى بضعة ورثة فإن السهم لا يتجزأ عليهم ولا يكون لكل منهم صوت في الجمعية العمومية للمساهمين وإنما يجب أن يختاروا من بينهم من يباشر الحقوق المتصلة بالصك اتجاه الشركة، لأن الشركة تعرف السهم أكثر مما تعرف المساهم.

- يتميز السهم بقابليته للتداول إما بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى، أو بالقيود في سجل الشركة أو بالتظهير إن كان إذنا، وقد تنتقل ملكية السهم بالميراث وهو ما يميز السهم عن الحصة الشخصية للشريك في شركات الأشخاص التي لا يجوز التنازل عنها إلا بموافقة باقي الشركاء، وحرية تداول السهم تتفق طبيعة شركات المساهمة التي لا تقوم الاعتبار الشخصي على عكس الحال في شركات الأشخاص، وبذلك يتمكن المساهم من الحصول على قيمة سهمه دون أن يترتب على ذلك ضرر للشركة أو دائنيها، فالشركة لا ترد إلى المساهم المتنازل القدر الذي ساهم به في رأسمالها، ولكنها تستقبل مساهما جديدا بدلا من المساهم المتنازل.³

وتنقسم الأسهم بحسب الحقوق التي تترتب عليها إلى قسمين رئيسيين هما:

_ الأسهم العادية:

وعرّف السهم العادي على أنه: "وثيقة تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة"⁴.

¹ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية: سلسلة التعريف بالبورصة، ج2، 2002، ص ص: 9، 10، 14.

² معروف هوشيار، مرجع سابق، ص ص: 94، 95.

³ محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة دراسة مقارنة، دار المطبوعات الجامعة، مصر، 2013، ص ص: 103، 104.

⁴ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص: 13.

الأسهم الممتازة: تتوسط هذه الأسهم كلا من الأسهم العادية والسندات، وتجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات من ناحية ثبات العائد، وتشبه الأسهم كونها تحصل على جزء من الأرباح¹، حيث يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ في السهم العادي².

ثانياً: السندات

1 - مفهومها:

تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعاً³، والسند هو شهادة تثبت ديناً على شركة أو الحكومة أو الجماعات المحلية المصدرة للسند مقابل أن يحصل السند على فائدة سنوية ثابتة⁴ وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها شركات مساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال⁵.

2 - خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- _ صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- _ يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم ترباح.
- _ استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- _ قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه إلى غيره.
- _ لا يحق المطالبة لقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، ويمكن بيعه في السوق الثانوية.
- _ تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة⁶.
- ورقة ذات قيمة اسمية وفقاً للقانون الفرنسي لا تقل القيمة عن 50 فرنك فرنسي.
- يعتبر حملتها دائنون وبهذه الصفة لهم حق الحجز على أصول الشركة لاستيفاء مستحقاتهم.
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية أي بعلاوة وقد تسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.
- ليس للدائن أي حملة السندات أي حق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الحصول على التقارير والبيانات عن نشاط الشركة.
- ليس للدائنين أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين فقط:
*تغيير الشكل القانوني.

¹ عبد الغفار حنفي، الاستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006، ص:100.

² علي إبراهيم الشريقات، الاستثمار في البورصة: الأسهم - سندات - وثائق استثمار - خيارات، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص:39.

³ سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 74.

⁴ سحر عباس حسنين، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسية"، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد6، العدد 3، 2008، ص:26.

⁵ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:220.

⁶ ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص ص: 37، 38.

* إدماج الشركة في أخرى يمكن المساهمين إنهاء المديونية، ومن حق حملة السندات استرداد قيمة سنداتهم خلال 3 أشهر.

- فيما يتعلق بحملة السندات:

* ليس لهم أي حق في المشاركة في الأرباح أو التوزيعات التي تجريها الشركة.

* مهما كانت النتائج المحققة، فإنهم يحصلون على فائدة سنوية ثابتة، محددة عند الإصدار.

- استهلاك السندات من حق حملة هذه السندات.

- لحملة السندات حق الحصول أو استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون وأصحاب حصص التأسيس على أي شيء¹.

- **قابلية التحويل إلى أسهم عادية:** وهذه الخاصية تسمح لحامل السندات بالاستفادة من فروقات الأسعار

والامتيازات التي يمكن إن حصلوا عليها من عملية التحويل هذه، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة أيضاً، حيث إن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى إن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية، ويترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى - حملة الأسهم العادية الأصلية - لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها².

3- أنواع السندات: يمكن تصنيف السندات حسب جهة الإصدار إلى أنواع متعددة:

1_ السندات الحكومية: وهي أدوات ائتمان طويلة الأجل، وتصدرها الحكومة من خلال المصرف المركزي لتمويل العجز في الموازنة العامة للدولة، وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال، وتستخدم هذه السندات كأحد عناصر الاحتياطي النقدي، كما تشتريها المصارف وبعض أفراد القطاع العائلي والأجانب³.

2_ السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مالية: تعرف بالرهون، غالباً ما تكون في شكل عقارات، وذلك على القروض التي تدفع للأسر أو المنشآت لشراء مساكن وأراضي وموجودات حقيقية أخرى.

3_ سندات الهيئة المحلية: المؤسسات أو الدوائر التي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية السابقة طويلة الأجل، وتتم بالضمان الرسمي والإعفاءات الضريبية.

4_ سندات شركات المساهمة: والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية، وبالتالي فإن السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من

¹ عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، إدارة البنوك وتطبيقاتها، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 437-439.

² محمد عدنان بن الضيف، ربيع المسعود، أدوات الدين وبياناتها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 23، 24 فيفري، 2011، ص: 4.

³ محمد يونس، عبد النعيم مبارك، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نفود وبنوك وأسواق مالية، دار الجامعة، مصر، 2004، ص ص: 99، 100.

السندات الصادرة عن الخزينة المركزية والمصالح الإقليمية، ودرجة الخطورة هذه السندات ترتبط بالتصنيف الائتماني للشركة المصدرة.

5_ **سندات المؤسسات العالمية** : كالبنك الدولي والتي تجري إصداراتها وعرضها وتداولها في مختلف الأسواق المالية والمؤسسات المصرفية المختلفة عن طريق جمع المدخرات خاصة في فترة الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبتروال الخام¹.

ويوضح الدول الموالي أهم الاختلافات بين الأسهم العادية والممتازة والسندات.

جدول (رقم: 2) أوجه الاختلاف بين القيم المتداولة في السوق المالي

السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	الورقة المالية عامل المقارنة
تمثل جزء من القروض طويلة الأجل.	تمثل جزء من رأس المال وإن كانت تجمع بين خصائص رأس المال والقروض.	تمثل جزء صغير من رأس المال	1- المفهوم:
المرتبة الثالثة والمتبقي غير محدد	المرتبة الثانية محدد.	المرتبة الأولى محدد.	2_ الحق في الأصول عند التصفية: *درجة الأسبقية *المبلغ
الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة ومحددة ولكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير.	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة وأحيانا يكون العائد صغير.	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها.	3- العائد:
قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.	المرتبة قبل الأخيرة.	يتم استئزال القيمة عند التصفية بعد استيفاء جميع الحقوق الأخرى.	4_ استرداد القيمة
لها تاريخ استحقاق محدد مسبقا.	ليس لها تاريخ استحقاق.	ليس لها تاريخ استحقاق.	5- تاريخ الاستحقاق:

المصدر: تم الاعتماد على:

- 1 - عبد الغفار، حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار حامد، الأردن، 2006، ص 40.
- 2 - طارق، عبد العال، حماد، دليل التعامل في البورصة (الدار الجامعية، مصر، 2007)، ص: 16.

¹ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 155.

ثالثاً: الأوراق المالية المشتقة

لقد ظهرت مجموعة من المستحدثات في سوق الأوراق المالية والتي لم تكن معروفة في عهد الأسهم والسندات والمقصود بها تلك الأدوات المسماة ب: المشتقات المالية.

1- مفهومها:

تعرف المشتقات المالية بأنها: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية، وتتنوع هذه الأصول ما بين الأسهم والسندات والسلع وغيرها وتتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، ولا تتطلب استثمارات مبدئية، أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود، وتسمح المشتقات المالية للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد¹.

- كما عرفها صندوق النقد الدولي (F.M.I): على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري².

2- أنواعها:

تتمثل في عقود الخيار، العقود المستقبلية، الآجلة وعقود المبادلات.

أ- عقود الخيار:

1-1- مفهومها:

عبارة عن عقود مالية غير ملزمة لحاملها وهي عقود قانونية لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل معين، بسعر معين يسمى سعر الممارسة أو التنفيذ وينفذ في تاريخ معين خلال مدة معينة وذلك مقابل حصول الطرف المحدد من الطرف المحدد له على علاوة معينة تحددها الشروط وهذه العلاوة مقابل حق التنفيذ أو مقابل إلزامية العقد.

ونفهم من هذا التعريف أن عقد الخيار يحدد صاحبه من إلزامية العقد ويعطيه حق التنفيذ من عدمه مقابل دفع علاوة للطرف الثاني من العقد³، ويطلق على مشتري الحق بصاحب المركز الطويل، أما محرر العقد فيطلق عليه صاحب المركز القصير⁴.

-عبارة عن عقود مالية لحاملها الحق في بيع أو شراء كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً ينفذ في تاريخ لاحق محدد مع حرية التنفيذ أو عدمه⁵.

¹ طارق عبد العال، حماد، المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص:16.

² محمد خميسي بن رجم، تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر، العدد 19، جوان 2010، ص: 77.

³ فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر 2009، ص:20.

⁴ Liamg, chern، financial mathematics department of mathematics، national Taiwan university, Taiwan; p:02.

⁵ فريد راغب، النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية: محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص:198.

أ-2- الأركان:

ويقوم هذا العقد في سوق الأوراق المالية على أركان هي:

أ-2-1_ **مشتري الحق**: هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان خيار بيع أو شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الاختيار.

أ-2-2_ **بائع الحق "محرر الحق"**: وهو الذي يقوم بتحرير الحق لصالح مشتريه، نظير علاوة أو مكافئة يحصل عليها من مشتري الحق.

أ-2-3_ **الموجودات الأصلية**: لا بدّ لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة ومثال على ذلك (أسهم معينة، مؤشرات عملة أجنبية، سلع...).

أ-2-4_ **سعر التنفيذ**: وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

أ-2-5_ **السعر السوقي**: هو سعر الورقة في تاريخ الانتهاء أو ممارسة الاتفاق¹.

5_ **تاريخ التنفيذ**: وفقا لهذا التصنيف نجد ثلاثة أنواع حسب تاريخ تنفيذ الاتفاق:

– **الخيارات الأمريكية**: يمكن للمشتري تنفيذها في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء، ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من قبل مشتري الحق².

– **الخيارات الأوروبية**: ويمثل عقدا بموجبه للمشتري الاختيار الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الاختيار وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقا على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء الحق والمتفق عليه بين الطرفين³.

– **الخيارات الآسيوية**: تعتمد عقود الخيارات الآسيوية على متوسط الأسعار للأصل المحدد في العقد أو متوسط أسعار التنفيذ، وقد أطلق عليها الاختيارات الآسيوية نظرا لأنها ظهرت وتداولت لأول مرة في طوكيو باليابان⁴. وعند ممارسة حق الاختيار لا ينظر إلى السعر أثناء مدة سريان العقد، ولا عند انقضاء العقد وفقا للخيار الأوربي، وإنما ينظر إلى متوسط السعر طوال مدة العقد ويحتسب على أساس المتوسط الحسابي، بينما قلة قليلة جدا تتعامل وفقا للمتوسط الهندسي⁵.

¹ جلال إبراهيم، العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 339.

² نورين بومدين، أحمد مداني، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، ملتقى دولي خامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلی الشلف، يومي 13، 14 ديسمبر، 2011، ص: 3.

³ مرغاد لخضر، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة_الجزائر، العدد17، نوفمبر 2009، ص:13.

⁴ Robert w.ward,option and option trading mc Graw-Hill ,usa,2004,p:300

⁵ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 189.

أ-2-6_ العلاوة : وهي المبلغ المنفق عليه في مقابل الحق الذي يدفعه عامل الحق إلى محده نظر منحه للمشتري حق الخيار، وتسمى ثمن الخيار أو مكافئة الخيار¹.

أ-3- أنواع عقود الخيار: هناك عدة تصنيفات لعقود الخيار، منها لا يقوم على موعد التنفيذ ومنها ما يقوم على صاحب الحق وطبيعة الحق وهذه الأخيرة التي سيقوم عليها تقسيمنا.

1_ خيار الشراء: هي أداة مالية مشتقة تعطي حاملها الحق في شراء أصل معين بسعر معين وخلال فترة معينة أو تاريخ معين وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته في مقابل دفع العلاوة².

2_ خيار البيع: وهي أداة مالية مشتقة تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين قبل أو بحلول تاريخ محدد³ يسمى تاريخ انتهاء الصلاحية أو تاريخ الاستحقاق⁴.

3_ العقود المزدوجة: هو عقد يجمع خيارات البيع و خيارات الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارباً وإذا انخفضت كان بائعاً⁵.

ب_ العقود المستقبلية والآجلة:

ب_1_ العقود المستقبلية:

-المفهوم:

هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل⁶، يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم واستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد⁷.

-أركان المستقبلية:

1_ محل السعر في المستقبل: وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام تبادل الصفقة في المستقبل.

2_ تاريخ التسليم أو التسوية: وهو تاريخ اتفاق طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

3_ محل العقد: وهو الشيء المتفق على بيعه أو شراؤه بين طرفي العقد.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص:408.

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص:258.

³ محمد صالح، الحناوي، نهال، فريد، مصطفى، جلال، العبد، تقييم الأسهم والسندات، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص:260.

⁴ John c .hull,options,eutures,and other deveratives,prentice hall,toront,5th edition,2003,p:6.

⁵ عبد القادر بن عيسى، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية "دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011_2012، ص:54،53.

⁶ فاطمة الزهراء طاهري، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة-الجزائر، العدد 05، جوان 2009، ص: 161.

⁷ أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص:234.

4_ **مشتري العقد:** وهو الطرف الملتزم بالاستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في التاريخ المستقبلي المحدد¹.

5_ **بائع العقد:** وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير حصوله على السعر المتفق عليه من الطرف الأول في التاريخ المحدد المستقبلي.

- **خصائص العقد المستقبلي:** تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص منها²:

1- في العقود المستقبلية يوجد طرفين أحدهما مشتر والآخر بائع، وبالتالي ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

2- إن طرفي التعامل غالباً لا يعرفان بعضهما البعض، بالتالي لا يدخل الطرفان مباشرة مع بعضهما البعض في التعامل وإنما عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل كمشتريّة أو بائعة دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين فهي تعمل إذن على توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة.

3- إن عقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الشكل والمبلغ، كما يمكن لمالكها الأصلي تعديلها أو إلغاؤها بسهولة قبل وقت التسليم، وقد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من إثنان من هذه العقود تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء.

4- يتطلب المتاجرة في المشتقات إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لاستيفاء الأطراف بالتزاماتهم، ويحدد الهامش حسب ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.

5- تحديد المجال الذي يتقلب عنده السعر، ولتحقيق ذلك يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلية لأغراض المضاربة.

ب_2_ العقود الآجلة:

- **المفهوم:**

عبارة عن عقد يلزم بمقتضاه طرفان أحدهما بائع وآخر مشتري لبيع أو شراء أداة مالية أو عملة أجنبية أو سلعة في تاريخ محدد مستقبلاً بسعر متفق عليه³، وهذا النوع من القيود لا يخضع لأي قيود، وبنوده تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين⁴.

ويشارك في سوق العقود الآجلة كل من: المصدرون، المستوردون، المستثمرون في الأسواق المالية، الشركات المتعددة الجنسيات، المقترضون الذين يحصلون على قروض بعملة أجنبية وكذا البنوك والمضاربون¹.

¹ زاهرة يونس، محمد، سوده، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006، ص ص: 51، 52.

² هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 153، 154.

³ بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2009_2010، ص: 339.

⁴ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج" دراسة لازمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية ، مذكرة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012_2013، ص: 71

- الفروق الجوهرية بين العقدين الآجل والمستقبلي

جدول (رقم:3): أهم الفروقات بين العقدين المستقبلي والآجل.

العقد الآجل	العقد المستقبلي
<p>1_ من حيث كيفية التداول:</p> <p>يتم التداول بطريقة تنافسية بين السماسرة وجها لوجه</p> <p>2_ من حيث القوانين:</p> <p>تقوم إدارة البورصة بإصدار القوانين التي تنظم التعامل.</p> <p>3_ التسليم:</p> <p>حوالي 99% من العقود المستقبلية تم تسويتها نقداً، ويتم التسليم الفعلي فقط في حدود 1% فقط</p> <p>4_ حجم العقد:</p> <p>عقود نمطية فيما يتعلق بحجم العقد ونوع العملة.</p> <p>5_ تواريخ الاستلام:</p> <p>يتم التسليم في تواريخ محددة من أيام السنة وذلك في الشهور التي تحددها الإدارة البورصة.</p> <p>6_ التسوية:</p> <p>تتم التسوية على أساس يومي عن طريق غرفة المقاصة بالبورصة.</p> <p>7_ التسعير:</p> <p>يتم استخدام النظام الأمريكي في تحديد سعر التداول.</p> <p>8_ تكلفة التداول:</p> <p>تمثل كلفة التداول عمولة سمسرة عند البيع أو الشراء.</p> <p>9_ الهامش:</p> <p>يلتزم كل المتعاملون في سوق عقود المستقبلية لسداد الهامش.</p> <p>10_ المخاطر الائتمانية:</p>	<p>يتم التداول بالتليفون والتلكس.</p> <p>قوانين ذاتية.</p> <p>أكثر من 90% يتم فيها القيام بالتسليم الفعلي</p> <p>يتم التفاوض بشأن حجم العقد وغالبا ما تكون أكبر حجما من عقود المستقبلية النمطية.</p> <p>تقوم البنوك بعرض العقود الآجلة لعملائها لأي تاريخ.</p> <p>تتم التسوية في نهاية مدة العقد.</p> <p>يتم تسعير العملات طبقا للنظام الأوروبي.</p> <p>الفرق بين سعري الشراء والبيع.</p> <p>لا يوجد هامش على الإطلاق.</p>

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص ص: 395_428. (بتصرف قليل).

يتم التعامل في غرفة المقاصة بالبورصة عند البيع أو الشراء _ ترتبط بكل طرف من الأطراف كل على حدى ولذلك يتم مما يخفض المخاطر الائتمانية بصورة كبيرة. في بعض الأحيان فرض حدود ائتمانية للتعامل.

المصدر: سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر، فلسطين، 2001، ص ص: 432_434.

ج_ عقود المبادلات:

- مفهومها:

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل تدفقات نقدية في تاريخ معين وهي المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والمحسوبة بناء على فائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل المدفوعات فرصة الدين بكل منهما والمقومة بعملات مختلفة¹.

- أنواع عقود المبادلات:

تتضمن عقد المبادلات عدة أنواع تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ويمكن توضيح أهم أنواعها كما يلي:

1_ مبادلة عملة:

وتتضمن عملية مبادلة بين عملتين معينتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر مبادلة الذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والاقتراض لكل من العمليتين²، وخلال سريان العقد يدفع كل طرف لآخر فائدة للعملات التي استلمها والتي تحتسب بإحدى الطرق التالية:

_ على أساس سعر ثابت بكلا العمليتين.

_ على أساس سعر متغير لكلاهما.

_ على أساس سعر ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الأخرى³.

2_ مبادلة أسعار الفائدة:

وهي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو وتهدف إلى

التحوط ضد المخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة وهي:

1-2 عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير:

وفيها يهدف مشتري عقد المبادلة (المقرض) إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة ويحصل على

الفرق بين السعيرين إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.

¹ صالح مفتاح، العولمة المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 2، جوان 2002، ص: 6.

² هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 88.

³ مريم سرارمة، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008 "دراسة تحليلية"، مذكرة مقدمة لينل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص:

مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة، 2011-2012، ص: 63.

2-2- عقود مبادلة معدل الفائدة المتغير بمعدل الفائدة الثابتة:

ويهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة، ويمكن توضيح حالات المختلفة لأسعار الفائدة فيما يلي¹:

جدول (رقم:04): مختلف حالات أسعار الفائدة.

ارتفاع معدل الفائدة	انخفاض معدل الفائدة	
أرباح	خسائر	دافع الفائدة بمعدل ثابت
خسائر	أرباح	دافع الفائدة بمعدل متغير

المصدر: محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20_21 أكتوبر 2009، ص:9.

2-3_ مبادلة البضائع:

هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها احد الطرفين بشراء الآني من الطرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم التسديد فورا، وبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها.

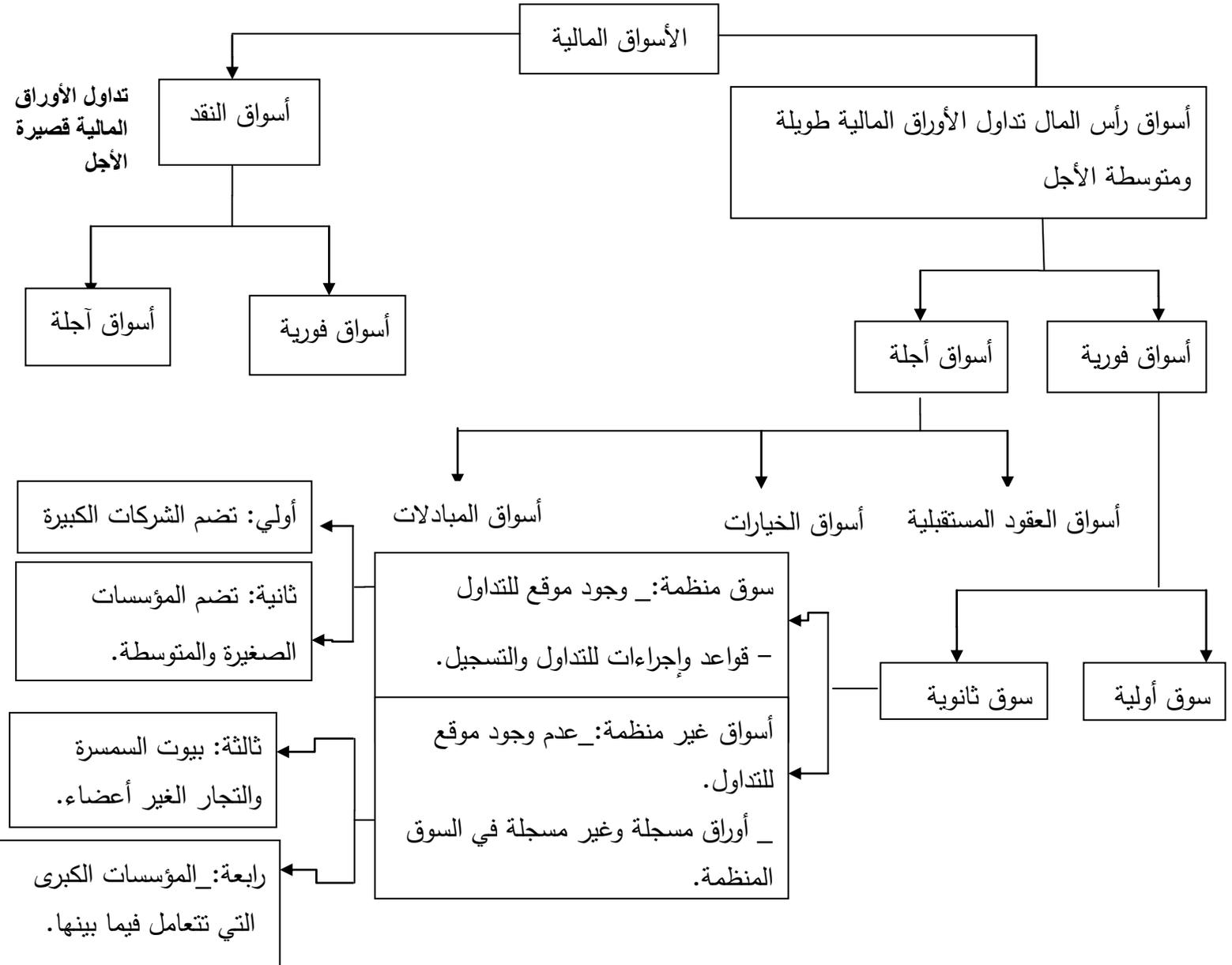
2-4_ حق الاختيار على عقد المبادلة:

وهي شراء حق الاختيار في الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي (خيار شراء أو خيار بيع)، وبالتالي فهي تجمع بين خصائص كلا من عقود مبادلة وعقود الخيارات².

¹ محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20_21 أكتوبر 2009، ص:9.

² مريم سرارمة، مرجع سابق، ص:64.

شكل (رقم:2): مخطط توضيحي لهيكل سوق المال.



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات (دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005)، ص:45. (بتصرف قليل).

الفرع الثالث: اختلاف سوق النقد عن سوق رأس المال

نوجزها في النقاط التالية:

جدول (رقم: 05): نقاط الاختلاف بين سوقي النقد ورأس المال.

سوق رأس المال	سوق النقد
<p>-تتعامل سوق رأس المال بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.</p> <p>-تتسم أسواق رأس المال بأنها أكثر تنظيماً من سوق النقد نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين مثل: مصارف الاستثمار، الشركات المتخصصة من الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل: صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، شركات التأمين لذا يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة.</p> <p>-سوق رأس المال أقل اتساعاً من سوق النقد.</p> <p>- بينما يكون لعنصر الربحية الأولية لمستثمر سوق رأس المال.</p> <p>-الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً وبالمقابل مخاطرة أكبر من تلك الموجودة في سوق النقد.</p> <p>-أهم أدوات سوق رأس المال: الأسهم والسندات والمشتقات المالية بمختلف أنواعها.</p>	<p>-تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن السنة.</p> <p>-غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم، بمعنى أنها تباع بأقل من قيمتها الاسمية باستثناء الودائع المصرفية.</p> <p>-سوق النقد أكثر اتساعاً من سوق رأس المال.</p> <p>-يكون لعنصري السيولة والأمان الأولية من قبل المستثمر في سوق النقد.</p> <p>-مخاطر الائتمان لأدوات سوق النقد منخفضة مقارنة بالأدوات المالية في سوق رأس المال، وعادة ما يتمتع متعاملوا سوق النقد بجودة ائتمانية عالية، ما يخفف من مخاطر الائتمان المتعلق بهذا النوع من العمليات.</p> <p>-أهم أدوات سوق النقد: شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية وأذون الخزانة.</p>

المصدر:

- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد خاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص: 160.

المطلب الثالث: المتدخلون في سوق المال

يمكن تقسيم المتدخلين في سوق المال إلى قسمين أساسيين: متدخلين مباشرين ومتدخلين غير مباشرين. أما المباشرين فهم السماسرة والوسطاء ومختلف الأعضاء الآخرين الذين يمارسون العمليات في سوق الأوراق المالية، والمتدخلين غير المباشرين هم العملاء الأساسيين الذين يعمل السماسرة والوسطاء على تنفيذ أوامرهم.

الفرع الأول: السماسرة

- السماسر:

السماسر هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد العمليات بيع وشراء الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء، مقابل عمولة محددة يتلقاها البائع

والمشتري، ويعتبر السمسار مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية¹ إذ يتم تداول الأوراق المالية في البورصة عن طريق السماسرة، فيكفي على العمل أن يصدر أمر السماسرة، ليشرع هذا الأخير في تنفيذ العملية وفقاً للقانون الداخلي للبورصة، من هنا فللسمسار دور مزدوج يكمن في نقل أوامر العملاء إلى سوق الأوراق المالية من جهة، والعمل على تنفيذها من جهة أخرى².

وينحصر عمله في تقريب وجهتي النظر شخصين ليتعاقداً، مقابل عمولة متفق عليها، تكون غالباً محددة بنسبة مئوية من قيمة الصفقة وإن كانت الصفقة تتم على يديه فهو لا يعتبر ممثلاً لأي من الطرفين وإنما يقرب بينهما فقط.

ونظراً للدور الفعال الذي يلعبه السمسار في سوق الأوراق المالية، فقد اشترط فيه بعض القواعد لحماية المتعاملين والمصلحة العامة، أهمها ما يلي³:

- 1_ أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية والتأهيل العلمي، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو حكم عليه بإدانة في جناية أو جنحة أو سرقة أو نصب أو خيانة الأمانة، بالإضافة إلى قوانين النقد، إلا إذا كان قد رد إليه اعتباره.
- 2_ أن لا يكون قد حكم عليه بالتوقيف أو الغرامة بصفته ملحقاً بأحد مكاتب السمسرة وأن لا يعمل بإعمال تجارية أخرى غير أعمال البورصة، كما لا يجب أن يكون مجلس إدارة إحدى الشركات.

الفرع الثاني: الوسطاء

الوسيط هو أداة اتصال بين العميل والسمسار المقيد لديه، ويحصل على حصة من العمولة التي يحصل عليها السمسار، وهو مسئول عن كافة العمليات المعقودة بواسطته، ولا يجب أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه.

الفرع الثالث: المندوب الرئيسي

يساعد السمسار في تنفيذ الأوامر التي يتلقاها من عميله بالمقصورة مستخدماً لديه يدعى المندوب الرئيسي، فلا يجوز لهذا الشخص أن يعمل إلا باسم السمسار الذي أوكله لحسابه وتحت مسؤوليته، كما لا يمكنه أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، وأن لا يعمل لحسابه الخاص.

الفرع الرابع: الأعضاء المنظمون

هم الموظفون الذين توكلهم البنوك لعقد عمليات في البورصة لصالحها وحسابها الخاص، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سماسرة الأوراق المالية بأنفسهم دون وسيط.

الفرع الخامس: العملاء

العملاء هم الأطراف المتدخلون بصورة غير مباشرة في عمليات البورصة، والعمل قد يكون بنك، شركة، دولة أو فرد.

¹ أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقد والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 279.

² شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998، ص ص: 35، 36.

³ نفس المرجع السابق، ص: 36.

_ تدخل البنوك في البورصة يكون بشراء و بيع الأوراق المالية المكتتب فيها، وكذا المشاركة في إجراء عمليات المقاصة في آخر الجلسة.

_ تدخل الشركات يكون بطرح الأسهم أو السندات للاكتتاب فيها، وهو ما يجلب لها السيولة اللازمة لمزاولة نشاطها.

_ تتدخل الدولة في البورصة باعتبارها السلطة العليا في البلاد للإشراف على سير العمل فيها، كما يمكنها أيضا القيام بطرح سندات لتوفير السيولة اللازمة لمزاولة نشاطها.

الفرع السادس: البنك المركزي

هو المساهم الأخير في الأسواق المالية بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة وإدارة السياسة بهدف تحقيق استقرار الأسعار، الاستخدام الكامل للأيدي العاملة، ولأجل القيام بهذه المسؤولية يشارك البنك في الأسواق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة ببيع وشراء الأدوات المالية وبخاصة السندات الحكومية وأذونات الخزنة، للتأثير من خلالها على القاعدة النقدية التي تكون من العملة المتداولة لدى الجمهور، احتياجات المؤسسات الحالية الوداعية، وبالتالي تأثير على عرض النقود، ويستطيع كذلك استخدام أدوات أخرى للتأثير على الطلب من القروض المصرفية التجارية، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض بينما يؤدي لانخفاضها إلى عكس ذلك، وعلى هذا الأساس يصبح بإمكان البنك المركزي التأثير على مستوى إنفاق الكلي على السلع والخدمات الذي ينعكس على مستوى النشاط الاقتصادي ومستوى الأسعار¹.

المبحث الثالث: التمويل عن طريق السوق المالية

يشكل نشاط التمويل إحدى الأنشطة الأساسية في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، وهذا نظرا للدور الذي يلعبه رأس المال للشروع في النشاط الاستغلالي أو الاستثماري للمؤسسة، وتلج المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية جديدة عندما تكون مصادرها الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها، وبصفة عامة يوجد نوعان من التمويل: التمويل داخلي "ذاتي" والثاني خارجي أي لجوء المؤسسة إلى البورصة كمصدر حيث لتمويل احتياجاتها المالية.

المطلب الأول: الأسس النظرية لمصادر التمويل

عرف التمويل العديد من التعريفات والتي ركزت في معظمها على كيفية التزود بالنقود من مختلف المصادر المتاحة وخاصة التقليدية قصد المفاضلة بينهما لاختيار الأنسب والأقل تكلفة بالنسبة للمشروع في النشاط الاستغلالي أو الاستثماري للمؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم التمويل وأهميته

أولا: مفهوم التمويل

لقد تعددت واختلفت تعريفات التمويل ونذكر من بينها ما يلي:

¹ عبد المنعم، السيد، علي، نزار، سعد الدين، العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص:80.

- 1_ التمويل هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية¹.
- 2_ تتمثل عملية التمويل في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة².
- 3_ التمويل: هو انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفرتها سواء كانت محلية أو أجنبية إلى مجالات العجز لتفعيل مشروعات التنمية³.
- 4_ كما يعرف التمويل على أنه: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة، الأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة⁴.

6_ عرفته دائرة المعارف البريطانية بأنه: مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع⁵، ومنه نستخلص مايلي⁶:

- _ التمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات.
 - أن يكون التمويل بالمبالغ النقدية لا أكثر ولا أقل.
 - الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع العامة والخاصة.
 - أن يقدم التمويل في الوقت المناسب أي في أوقات الحاجة إليه.
- من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها، إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات.

ثانياً: أهمية التمويل

¹ هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000، ص: 77.

² مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 03، جامعة بسكرة - الجزائر، أكتوبر، 2002، ص: 86.

³ أسماء رزاق، آليات تمويل سياسة حماية البيئة في الجزائر - دراسة حالة ولاية بسكرة -، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2007_2008، ص: 31.

⁴ حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص: 20.

⁵ عبد القادر بن ناصر، عبد الرحمان العبيكان، التأمين التعاوني التعليمي تصور مقترح لاستثمار التأمينات في تمويل التعليم العالي السعودي، دراسة علمية مقدمة إلى قسم الإدارة التربوية والتخطيط كمتطلب تكميلي لنيل درجة الدكتوراه في الإدارة التربوية والتخطيط، كلية التربية، جامعة أم القرى، السعودية، 2012، ص: 16.

⁶ عبد الله خبابية، السعيد إبراهيمي، آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية، ملتقى دولي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبدائل البنوك الإسلامية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية الآداب والعلوم الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 5، 6 ماي 2009، ص: 5.

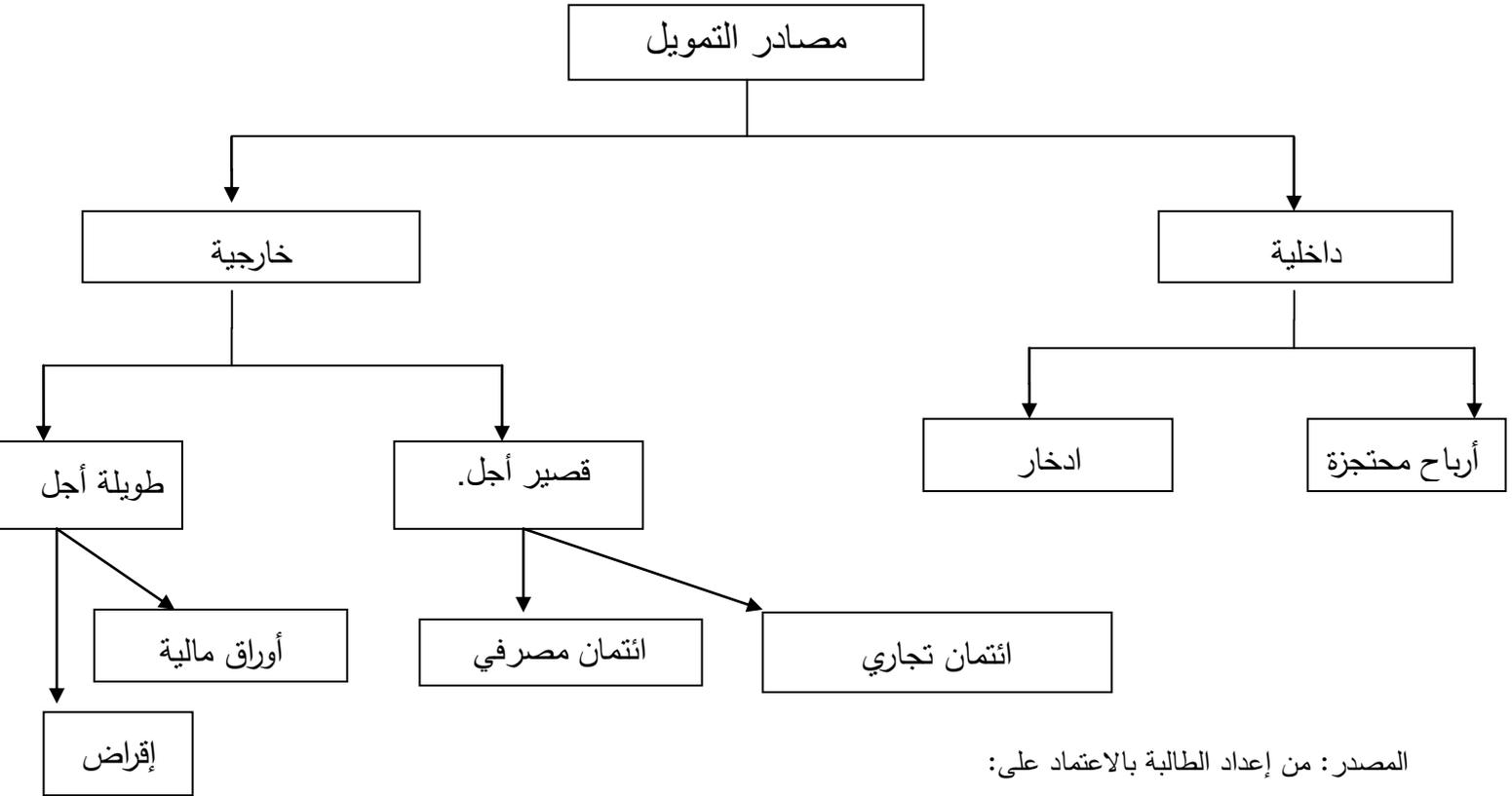
إن عملية تنمية القطاع معين، لا تنفذ فعليا إلا بعملية التمويل، أي أن نشاط أو إجراء اقتصادي لا يتم إلا بتوفير الموارد المالية التي تكون من خلال النشاط الاقتصادي.

وبالتالي التمويل الفعال هو الوسيلة لتحقيق أي هدف اقتصادي مهما كان مستوى الأداء، ومهما بلغت عملية التنمية من مراحل متقدمة¹ مهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع.

الفرع الثاني: المصادر التقليدية للتمويل

يقصد بمصدر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي²، بحيث لا يمكن سدّ الحاجة إلى التمويل إلا باللجوء إلى مصادره، هذه الأخيرة تنقسم إلى قسمين: تمويل داخلي (ذاتي) وآخر خارجي، فماذا نقصد بكل منهما؟.

شكل (رقم:3): أنواع مصادر التمويل:



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

1-عمار زيتوني، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد09، جامعة محمد خيضر بسكرة _الجزائر، مارس 2006، ص:47.

¹ نسرين بوزاهر، تمويل الاستثمارات السياحية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2005_2006، ص:20.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعاصر، مصر، 1998، ص:5.

2-لمياء علي دالي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة ، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص ص:3، 4.

أولاً:المصادر الداخلية

1 مفهومها:

المصادر الداخلية أو الذاتية لمؤسسة ما هي في الواقع إلا عبارة عن الفائض من الأموال التي حققته المؤسسة، والذي يمكن لها التصرف فيه، فالتمويل الذاتي هو وسيلة تمويلية جد هامة أكثر استعمالاً بحيث يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى¹، وبهذا فان للتمويل الذاتي مصدرين هما:

2 أشكال التمويل الذاتي:

1_ الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدراً داخلياً هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية الطويلة الأجل للمنشأة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم)، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات)².

ويحدث في أحيان كثيرة ولاعتبارات معينة تخص الشركة أن تستخدم أكثر من مصدر تمويل واحد للحصول على ما تحتاجه من الأموال مكونة بذلك ما يسمى بخليط التمويل (تكوين رأس المال)، إما بسبب عدم كفاية الأرباح المحتجزة إلى جانب أسباب أخرى تتعلق بقوانين الشركة أو بسبب التشريعات الحكومية كالضريبة وغيرها³. ويمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي باستخدام الفائض النقدي المنجز ككلّ وفقاً للمعادلة الآتية:⁴

$$\text{تكلفة التمويل الذاتي} = \text{الربح المعلن} + \text{المخصّصات المعفاة من الضرائب.}$$

2_ الادخار أو الاحتياطي:

ويقصد به اقتطاع جزء من الدخل أو الإمتناع عن الاستهلاك، أي أنه الفرق بين الدخل والاستهلاك ويشمل هذا الادخار الأفراد، المؤسسات، وكذا الدولة، بحيث تلجأ المؤسسات إلى ادخار جزءاً من دخلها لاستثماره مستقبلاً في حين أن الدولة تعمل على تشجيع الأفراد والأسر على الادخار عوض الاكتناز، كما أن الاحتياطي ينقسم إلى قسمين هما: الاحتياطي الإجباري والاحتياطي التطوعي، فالأول يفرض (فيما يخص البنك) قانونياً، حيث يحول جزء من الأرباح إلى احتياطي، أما النوع الثاني فهو غير إجباري ولكن تضعه المؤسسة حتى تواجه الأخطار والخسائر المحتملة وبذلك تقلل من الخسائر.

¹ عمار زينوني، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 09، جامعة محمد خيضر بسكرة _الجزائر، مارس 2006، ص: 47.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص:30.

³ علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 281.

⁴ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص:377.

وعادة ما يلجأ المستثمر إلى الاعتماد على مصادره الداخلية إذا كانت الأرباح التي يجنيها في حالة اعتماده على المصادر الخارجية (الاقتراض) أقلّ منها إذا استعمل أمواله¹.

3 مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

أ- المزايا:

يتصف هذا النوع من التمويل بعدة مزايا نذكر منها²:

- تضمن الاستقلالية المالية للمؤسسة ويعمل على رفعها.

- ينمي الأموال الخاصة.

- يسمح بتمويل المشاريع ذات المخاطرة.

- يقع ضمن الدائرة المغلقة (ادخار يساوي استثمار)³.

ب- السلبيات:

إلا أنه لا يخلو من عيوب أو عدة انتقادات من بينها⁴:

- غير كاف دائما.

- يتعلق بالنتيجة وتسيير المؤسسة.

- قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة في حالة عدم توزيع العوائد.

ثانيا: المصادر الخارجية

1- المفهوم:

ويقصد بها تشكيلة المصادر التي يمكن الاعتماد عليها أو اللجوء إليها لتمويل الاستثمارات الدائمة فهذه

الأموال ليست من العمليات الجارية⁵.

¹ عبد العزيز ميلودي محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية والاقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006_2007، ص: 26.

² J.barreau et J.delhaye. Gestion financière 9^{ème} Edition, France, derno, 2001, p: 353.

³ خليل عبد القادر، سليمان، بوفاسة دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف- الجزائر يومي 17 و 18 أبريل 2006، ص: 400.

⁴ علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 65.

⁵ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 1991، ص: 393.

2- أشكال التمويل الخارجي:

1- التمويل قصير الأجل:

- **مفهومه** : ويقصد به تمويل نشاط استغلال بمعنى تمويل العمليات التي تقوم بها المؤسسة في الفترة القصيرة والتي لا تتعدى 12 شهرا في الغالب¹، ويستخدم هذا النوع من التمويل غالبا في تمويل العمليات الجارية الخاصة بالمشروعات²، ولهذا النوع من التمويل مصادر منها:

- **الائتمان التجاري**: يقصد بالائتمان التجاري هو الائتمان الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء بضاعة دون دفع ثمنها نقدا على أن يتفق على سداد قيمتها عند فترة محددة³.

* **طرق منح الائتمان التجاري**: يمكن أن يأخذ الأشكال التالية:

أ- **الحساب الجاري المفتوح وبسقف معين** : أي أن يقوم المشتري بالاتفاق مع البائع على أن يشتري منه البضائع التي يريدها على الحساب على أن لا يتجاوز رصيده المدين لديه مبلغ معين، أو قد يتم الاتفاق على تسوية الرصيد كل فترة محددة، ومن ثم فإن الائتمان التجاري يمكن المشتري (المدين) من أن يحصل من البائع (الدائن) على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ أجل⁴.

ب- **عن طريق الكمبيالات**: تعود تسمية السفتجة إلى أصل فارسي وكان يطلق عليها اسم سفته أي الشيء المحكم وقد نقلها العرب والمسلمون عن الفرس وأعطوها تسمية سفتجة، وحاليا يطلق عليها في مصر كمبيالة للعبارة الإيطالية furadacambio ومعناها في الإيطالية ورقة الصرف وهي ورقة ثلاثية الأطراف تتضمن أمرا صادرا من شخص يسمى الساحب إلى شخص آخر يدعى المسحوب عليه بان يدفع لإذن شخص ثالث هو المستفيد أو الحامل مبلغا معينا من النقود بمجرد الاطلاع في ميعاد معين، وبما أنها أداة ائتمان فلا يحتفظ بها المستفيد حتى حلول أجلها بل يقوم بتظهيرها أي تحويلها إلى شخص آخر يسمى الحامل ويقوم هذا الأخير بتظهيرها إلى أن تستقر في يد الحامل الأخير الذي يقدمها إلى المسحوب عليه للوفاء بقيمتها⁵، وتعتبر الكمبيالة الشكل الأقل تفضيلا من المدينين في الائتمان التجاري ولكنها الأكثر تفضيلا من الدائنين لسببين متباينين⁶:

- أن المدينين لا يفضلون تنظيم كمبيالات لأمر الدائنين، لأنها تضع في يد الدائنين مستندا يسهل عليه عملية الإجراءات القانونية إذا قصر المدين في الوفاء ورغب الدائن في اتخاذ هذا الإجراء بحقه.

¹ ليلي لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "مساهمة القرض الشعبي الجزائري CPA" وكالة بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2004_2005، ص:7.

² جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، إدارة النهضة، لبنان، بدون سنة، ص:334.

³ محمد، صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص ص:387_390.

⁴ هيثم محمد الزعبي، مرجع سابق، ص: 82.

⁵ نادية فضيل، القانون التجاري الجزائري الأعمال التجارية، التاجر، المحل التجاري، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة السادسة، 2004، ص:

110.

⁶ مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 421، 422.

- أن الدائنين يفضلونها لأنهم عن طريق تظهيرها قد يحصلون على بعض السلع، كما أنهم يستطيعون خصمها لدى البنك و قبض قيمتها نقداً أو إيداعها برسم التأمين والحصول على نقد مقابل جزء من قسمتها، كل هذا إلى جانب توفيرها لمستند في يد الدائن يسهل التنفيذ على المدين بموجبه.

ج- **الاعتماد المستندي**: ويستعمل في حالة الصفقات الدولية (التي تبرمها المنشآت المحلية مع العملاء والموردين الأجانب)¹.

والاعتماد المستندي هو تعهد مكتوب صادر من بنك (يسمى المصدر) بناء على طلب المشتري (مقدم الطلب أو الأمر) لصالح البائع (المستفيد)، ويلتزم البنك بموجبه بالوفاء في حدود مبلغ محدد خلال فترة معينة متى قدم البائع المستندات السلعة مطابقة لتعليمات شروط الاعتماد، وقد يكون التزام البنك بالوفاء نقداً أو بقبول كميالة².

_ **الائتمان المصرفي**: يعتبر الائتمان المصرفي أحد أهم مصادر التمويل الخارجي التي تلجأ إليه المؤسسات³ ويتمثل الاعتماد المصرفي بأنه الثقة التي يوليها البنك المتعامل معه لإتاحة مبلغ معين من المال واستخدامه في غرض محدد خلال فترة معينة ويتم سداؤه بشروط معينة مقابل عائد عادي متفق عليه⁴، ويصنف الائتمان المصرفي إلى قروض مضمونة وأخرى غير مضمونة.

1- قروض مضمونة: في بعض الحالات يقوم البنك بطلب ضمانات معينة يلتزم المشروع بتقديمها قبل حصوله على القرض، ويحرص البنك على ضمان للقروض في حالة المنشآت ذات المركز المالي الضعيف أو في حالة المنشآت التي تكون نسب الاقتراض لديها مرتفعة بحيث لا تحصل على قرض مساو تماماً لقيمة الضمان المقدم وإنما يحتفظ البنك بجزء من قيمة الضمان وذلك لمواجهة احتمالات انخفاض قيمة الأصول المقدمة كضمان للقرض⁵.

2- قروض غير مضمونة: وتأخذ الأشكال التالية:

- **الاعتماد المفتوح**: وهنا يوافق البنك على السماح للمشروع بالاقتراض منه كلما احتاج إلى أموال بشرط أنه لا يتجاوز الحد الأقصى المتفق عليه ولمدة محددة من الزمن وتتم الموافقة على منح الائتمان على ضوء تقديرات البنك التي يحدد من خلالها:

_ الحكم على سلامة عملية الاقتراض والحكم على احتياجات المشروع.

_ هذا النوع من الاعتماد لا يعتبر قرضاً لأن الزبون ليس مطالباً باستخدام القرض ككل .

¹ هيثم محمد الزغبي مرجع سابق، ص: 82.

² عاشور كتوش، حاج قويدر قورين، دور الاعتماد المستندي في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة مؤسسة SNVI، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر، 2006، ص: 4.

³ مالحة لوكادير، دور البنوك في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون، تخصص قانون التنمية الوطنية، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2012، ص: 70.

⁴ لمياء علي دالي، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة الاقتصادية العمومية، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006، ص: 4.

⁵ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص: 239.

- **القروض المتجددة:** فيها يكون البنك مرتبط قانوناً بأن يقدم القرض بأقصى حد في أية لحظة يطلبها الزبون، وإذا لم يفعل فعليه دفع مصاريف الارتباط عند الجزء الذي لم يوفره.

- **القرض لغرض معين :** ويقدم من طرف البنك إذا كان محتاجاً للأموال بغرض واحد و بصفة عامة، القروض الغير مضمونة لا تعني وجود ضمانات بل أن المركز المالي للتعامل وسمعته الائتمانية هي ضمان بحد ذاتها¹. يعتبر هذا المصدر التمويلي أكثر صعوبة بالنسبة للمشروعات الصغيرة والمشروعات التي لا تتمتع بمركز مالي قوي ويرجع ذلك إلى أن البنوك تطلب مجموعة من الضمانات مثل تقديم بعض الرهونات، وجود ضمان للتعاقد، هذه الشروط يصعب على المشروعات الصغيرة توفيرها، وإذا استطاعت هذه المشاريع الحصول على القروض البنكية قصيرة الأجل فإنها سوف تتحمل تكلفة أكثر ارتفاعاً وشروط أكثر صعوبة مقارنة بالمشروعات الكبيرة².

2-2- التمويل طويل الأجل:

2-2-1- مفهومه:

هو التمويل الذي يمنح المؤسسات ويمتد أكثر من سبعة سنوات، حيث يكون موجهاً لتمويل العمليات الاستثمارية طويلة الأجل، وذلك نظراً لكون نشاطات الاستثمار هي تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة بهدف الحصول على وسائل الإنتاج أو العقارات أو أراضي ومباني وغيرها³. وسنتناول بالشرح كل منهم:

1_ التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل: وهي القروض التي تزيد آجالها عند سبع سنوات، وقد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة، وتمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية، أو بناء المصانع، وإقامة مشاريع جديدة⁴.

ويتميز القرض الطويل الأجل بأنه:

_ مجمع أي أنه يكون غير مقسم كالسندات.

_ محدد الوجهة أي لا يكون موجهاً لاستعمال محدد بدقة.

_ تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك⁵.

2-2- أشكال التمويل طويل الأجل: يتم بتصنيف هذه المصادر إلى ثلاث أقسام:

1_ التمويل عن طريق لقروض الطويلة الأجل.

2_ التمويل عن طريق أدوات الملكية.

3_ التمويل عن طريق الاقتراض.

أما فيما يخص التمويل عن طريق أدوات الملكية وأدوات الاقتراض فسيتم دراسته في المطالب الموالية.

¹ زياد رمضان، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1992، ص:125.

² سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة جدوى المشروعات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص:156.

³ عبد المعطي رضا الرشيد، محفوظ أحمد جودة، إدارة الائتمان، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص:104.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الورق، الأردن، 2001، ص:80

⁵ Jacque T'èulie, Patrick Topscalian, Finance, 2^e, vubert, Paris, 1997, P:263.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الأسهم العادية "التمويل الخاص"

يقصد به طرح المؤسسة لأوراق مالية في شكل أسهم على مستوى البورصة، تلجأ من خلالها المؤسسة إلى الجمهور دون تدخل وسيط مالي، حيث يعتبر مالكي الأسهم مساهمين في رأس مال المؤسسة ويتحصلون على نسبة ثانية أو صغيرة بحسب نوعية الأسهم العادية أو الممتازة.

الفرع الأول: حقوق المساهم

تنشأ بمقتضى شراء المساهم أسهم شركة مساهمة علاقة تعاقدية بينه وبين هذه الشركة يترتب عليها حقوق له فهذه الحقوق لا تستمد من المساهم نفسه ولكن تستمد من الشركة المساهمة بموجب صك المساهمة.

1_ توزيع الأرباح: عندما تحقق الشركة المساهمة أرباحاً عن سنة مالية معينة يتم توزيع الأرباح الصافية على المساهمين بعد خصم جميع المصروفات العمومية والتكاليف الأخرى التي ينص عليها النظام الأساسي للشركة، وإذا تقرر توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين فيكون للمساهم الحق في استلام نصيبه من الأرباح وفقاً لعدد أسهمه في المكان والمواعيد التي تحددها الشركة.

2_ حق المساهم في الحضور الجمعيات العمومية للشركة: وهناك ثلاث جمعيات للمساهمين وهي: الجمعية التأسيسية للشركة والجمعية العمومية العادية والجمعية العمومية الغير عادية.

وفي حالة عدم تمكن المساهم من حضور أيًا من الجمعيات من حقه توكيل آخر للحضور بدلا عنه لمناقشة والتصويت على أن يكون الوكيل من المساهمين بالشركة والذين لهم الحق في حضور اجتماعات الجمعيات.

3_ من حق المساهم التصريف في الأسهم: من حق المساهم كمالك للأسهم أن يتصرف فيها سواء بالبيع أو بالتنازل عنها للغير ولكنه يمارس هذا الحق وفق الإجراءات المحددة لذلك عن طريق الوسطاء الماليين بالنسبة للأسهم.

4- من حق المساهم في مراقبة أعمال الشركة: من حق المساهم مراقبة سير نشاط الشركة من خلال الاطلاع على ميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وتقرير مجلس الإدارة عن نشاط الشركة، وذلك قبل انعقاد الجمعية العمومية، حيث تودع هذه الوثائق المالية تحت تصرف المساهمين في المركز الرئيسي للشركة قبل انعقاد الجمعية العمومية بـ 15 يوم على الأقل.

5- حق المساهم في الطعن ببطلان في قرارات جمعيات المساهمين.

6- حق المساهم في أولوية الاكتتاب بالأسهم الجديدة وذلك عندما تقرر الشركة زيادة رأسمالها الأصلي.

7- حق المساهم في أولوية الحصول على نصيب من موجودات الشركة عند التصفية إما بسبب انتهاء مدتها أو لأسباب أخرى¹.

الفرع الثاني: قيم الأسهم

يأخذ السهم القيم التالية:

¹ السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص ص: 61_63.

1- اسمية: وهي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد التأسيس وهي التي تتنوع الأرباح كنسب مئوية فيها.
2- دفترية: وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة ونحسب هذه القيمة بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم أي: **القيمة الدفترية = حقوق الملكية / عدد الأسهم.**
 وبالتالي فليق القيمة تتأثر بزيادة عدد الأسهم المصدرة أي بزيادة رأس المال وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع (الأسهم) والأرباح المحتجزة الاحتياط وبالتالي تعتبر القيمة الدفترية دليلاً على القيمة الحقيقية للأسهم.¹
3- سوقية: وهي القيمة التي يباع بها السهم العادي في السوق المالي، وعادة ما تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الاسمية، وهو ما جعل هذه الأخيرة ذات دلالة اقتصادية قليلة الأهمية حتى أنه في الولايات المتحدة الأمريكية تم إصدار أسهم عادية دون قيمة اسمية.

4- قيمة تصفوية: وهي القيمة التي يحصل عليها المساهم مقابل كل سهم إذا ما تمت تصفية الشركة وبيعها أصولها وسددت التزاماتها ووزع الفائض على أسهم رأس المال، فإذا كان رأس المال يتكون من أسهم عادية فقط فإن القيمة التصفوية للسهم يتم الحصول عليها بقسمة فائض تصفية الأصول بعد الالتزامات على عدد الأسهم.²
الفرع الثالث: إيجابيات وسلبيات التمويل عن طريق الأسهم العادية

أولاً: الإيجابيات

يحقق الاستثمار بالأسهم العادية مزايا عدة للمستثمر، وتتمثل فيما يلي:

- _ توفر للمستثمر الحق في الاشتراك في إدارة الوحدة الاقتصادية، حيث تمنح لحامل السهم الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة للشركة المساهمة العادية وغير العادية، وكذلك له الحق بموجبها التصويت لانتخابات أعضاء مجلس الإدارة.
- _ الحق لمالك السهم العادي في الشركات المساهمة في الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الوحدة الاقتصادية، وتقرر توزيعها، بقدر يتناسب مع حصته في أسهم الشركات.
- _ يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحق الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم الجديدة التي تقرر الوحدة الاقتصادية إصدارها في الغالب.
- _ الحق في الحصول على حصة من الموجودات الوحدة الاقتصادية، وعلى قدر المساواة مع المساهمين الآخرين.
- _ الحق في مراقبة عمل الوحدة الاقتصادية ومتابعة هذا العمل وفق آليات و صيغ تنظم هذا الحق كما ينص عليه النظام الداخلي للشركة، واللوائح والتشريعات والنظم ذات العلاقة بعمل الشركات المساهمة، وحق العضو في التعرف على نشاطات الوحدة الاقتصادية والنتائج التي يحققها والأوضاع والظروف التي ترافق عملها.

ثانياً: السلبيات

للأسهم العادية عيوب من أهمها:

¹ عبد الوهاب يونس أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص: 61-63.

² أميرة طلبة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع الإدارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008-2009، ص: 10.

أنه في حال إفلاس الوحدة الاقتصادية أو تصفيتها، فليس هناك ما يضمن أن يسترد حامل السهم قيمة التي سبق إن دفعها عند شراء السهم، وربما لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق، وكذلك ليس لحامل السهم حق المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيعها¹.

ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم نتيجة لارتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم.

يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول المساهمين جدد مما يفقد المساهمين القدامى السيطرة على قرارات الشركة غير انه يمكن التغلب على ذلك بمنح قدامى المساهمين حق الأولوية في شراء إصدارات الجديدة من الأسهم العادية².

المطلب الثالث: التمويل عن طريق السندات

ويقصد به لجوء المؤسسة إلى طرح سندات مباشرة للجمهور، ويعتبر ذلك إقراض لأن حامل السندات ليس مساهماً في رأس المال وإنما يعتبر مقرضاً لأن المؤسسة تتعهد برد قيمة السند (القيمة الاسمية) مضافاً إليه فائدة ثابتة عند تاريخ الاستحقاق، وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع عندما تعاني من عجز مالي ولا ترغب في زيادة المساهمين إلا أن نجاح هذا النوع يعتمد على مدى إقبال المقرضين على اقتناء هذه السندات إضافة إلى تكاليف إصدارها، وهذا يجعل هذا المصدر التمويلي متاحاً بشكل أكبر للمؤسسات الكبرى والتي تأخذ شكل شركات الأسهم³.

الفرع الأول: الملامح الرئيسية للسندات

أولاً: عقد السند

يمثل هذا العقد المستند القانوني الذي بمقتضاه تتحدد التزامات الشركة المصدرة و حملة حقوق حملة السندات، ومن أهم البنود التي يشملها هذا العقد، مقدار الفائدة التي تدفعها الشركة، مواعيد سداد تلك الفائدة، تاريخ استحقاق السند على الشركة المصدرة والإجراءات القانونية الواجب اتخاذها في حالة الإخلال بأي بند من بنود العقد إضافة إلى بعض البنود الإجرائية الأخرى التي يشملها المستند الهام .

ثانياً: الوكيل

يمثل الوكيل الطرف الثالث في اتفاق السند وتتمثل مهمته في التأكد من قيام الشركة المصدرة بالوفاء بالتزامات المفروضة عليها بمقتضى عقد السند، كما أن من واجبات الوكيل اتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة في حالة ما إذا فشلت الشركة في الوفاء بتلك الالتزامات، ويتقاضى الوكيل رسماً ثابتاً كقابل للقيام بالمهام المذكورة، وعادة ما تقوم البنوك التجارية بدور الوكيل في اتفاقيات السندات.

¹ خالد عبد الرحمن، جمعة يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في محاسبة والتمويل، كلية التجارة الجامعة الإسلامية غزة، 2011، ص:33، 34.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 377.

³ خالد طالب، دور القرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010_2011، ص:27.

ثالثاً: القابلية للتحويل

في بعض الأحيان يمكن أن تتضمن اتفاقية السند بندا يستطيع حامل السند بمقتضاه أن يقوم بتحويل ما يملكه من مستندات أي أسهم عادية، وذلك طبقاً لمعدل تحويل يتم الاتفاق عليه مسبقاً، كما نجد أن القرار التحويل سوف يتوقف على مستويات أسعار الأسهم العادية التي التحويل إليها وأسعار السندات في سوق الأوراق المالية.

رابعاً: مخصص استهلاك السندات

ويتكون هذا المخصص من مبالغ سنوية يتم إيداعها لحساب خاص بغرض تزويد الشركة بالأموال لسداد احد إصدارات السندات، وفي معظم الأحيان يتم الإيداع لدى وكيل السند و الذي سبقت مناقشة الدور الذي يقوم به، أما المبالغ المتجمعة بهذا الحساب فيتم استثمارها من أجل الحصول على دخل أيضاً في كل عام حتى تاريخ استحقاق السند، وعند حلول هذا التاريخ تقوم الشركة باستخدام المبالغ المتجمعة بهذا الحساب والدخول الإضافية التي حققها استثمار تلك المبالغ في السداد القيمة الاسمية للسندات التي يتم تكوين ذلك بدلا من الانتصار في تاريخ الاستحقاق والقيام بالسداد دفعة واحدة.

خامساً: القابلية للاستدعاء

إن استدعاء السندات يعطي الشركة المصدرة للسندات الحق في استردادها، ويشير الاستدعاء عموماً إلا أن الشركة يجب أن تدفع لحامل السند مبلغاً أكبر من قيمته الاسمية، وهذا المبلغ الإضافي الزائد (الزائد عن القيمة الاسمية للسند) يعرف على أنه علاوة استرداد، وتكون هذه العلاوة مساوية تماماً لفائدة المستحقة لسنة واحدة عند استردادها خلال السنة الأولى، وتنخفض هذه العلاوة بمعدل ثابت كل سنة ثانية¹.

الفرع الثاني: مكونات السند الشكلية

تشتمل السندات التي تصدرها الشركات على ما يلي:

أولاً: القيمة الاسمية

وهي القيمة المدونة في السند، وتمثل كمية النقود التي تفترضها الوحدة الاقتصادية و تعد بدفعها عند تاريخ استحقاق معينة في المستقبل.

ثانياً: تاريخ الاستحقاق

لكل سند تاريخ استحقاق محدد في المستقبل، وعند هذا التاريخ يجب على الوحدة الاقتصادية أن تدفع القيمة المبرمة بالعقد (عادة القيمة الاسمية).

ثالثاً: سعر الفائدة

على الوحدة الاقتصادية المصدرة للسند أن تدفع مبلغاً محدداً من الفائدة على السند، يساوي قيمة الدفعات السنوية على القيمة الاسمية للسند.

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص ص: 222-225، بتصرف قليل.

رابعاً: حق الاستدعاء

حيث تقوم الوحدة الاقتصادية بوضع شرط في عقد السند يعطي الوحدة الاقتصادية حق الاستدعاء السند قبل تاريخ الاستحقاق، وفي أي وقت شاءت.¹

الفرع الثالث: مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات.

أولاً: المزايا

ثمة مزايا يمكن للمؤسسة أن تحققها من وراء الاعتماد على السندات كمصدر للتمويل أهمها:

تتميز تكلفة التمويل بالسندات بالانخفاض النسبي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث يترتب عليها ميزة ضريبية نتيجة لجواز خصم فوائدها من وعاء ضريبة الدخل بينما لا يسمح لذلك بالنسبة للتوزيعات الأسهم، ويترتب على هذه الميزة زيادة ربحية الشركة.

يُتيح التمويل بالسندات للمساهمين القدامى بالشركة ميزة الاحتفاظ بسيطرتهم على قرارات الشركة الأمر الذي قد لا يتحقق منها لو تم التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة قد تأتي بمساهمين جدد تختلف توجهاتهم عن توجهات المساهمين القدامى حيال سياسات الشركة.²

تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، حيث يعتبر سعر الفائدة من النفقات التي تأخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة.

تتيح السندات استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة³

ثانياً: العيوب

وفي مواجهة المزايا التي يحصل عليها حملة السندات، ثمة عيوب تواجه حملتها لعل أهمها:

ليس لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات العمومية .

ليس لحملة السندات حق التصويت داخل الجمعية العمومية

ليس لحملة السندات حق في التدخل في إدارة الشركة.

غالبا ما تكون فوائد السندات ثابتة، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات التضخم مما يسبب خسائر لحملة السندات، والأصل في هذه الأخيرة أن تكون ذات عوائد ثابتة، الأمر الذي قد يعرض هذه العوائد للتآكل بفعل معدلات التضخم المتزايدة، مما أدى إلى ظهور أنواع من السندات ذات متغيرة تأخذ في حسابها التغيرات في معدلات التضخم وأسعار الفائدة السوقية.⁴

إنشاء التزامات ثابتة مما قد يعرض المؤسسة للخطر الإفلاس في حال تعذر الوفاء بهذه الالتزامات.

¹ خالد عبد الرحمان، جمعة بونس، مرجع سابق، ص: 38.

² عاطف ويليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 381، 382.

³ هارون العشي، المشاريع الاستثمارية العمومية: مصادر وأساليب تمويلها "دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نظرية التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2002-2003، ص: 59.

⁴ عاطف ويليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 381.

وجود تواريخ محددة لهذه الالتزامات.

هذه السندات باعتبارها عقود طويلة الأجل فإنها تتضمن التزامات كثيرة في حين لا تتضمنها عقود تمويل قصيرة الأجل¹.

الفرع الرابع: حقوق حملة السندات

لا يتمتع مالك السند بحقوق المساهم إلا أن هذه الحقوق كفيلة بضمان مصالحه وتأمين استثماره، وهي:

أولاً: حق الحصول على فوائد

لمالك السندات الحق في أن يحصل على فائدة ثابتة ومحددة في إعلان الإصدار وفي المواعيد المعينة فيه، حيث أن عقد الإصدار يحدد نسبة حساب الفوائد ونمطه، والذي يحول أيضاً مواعيد استحقاقها وكيفية الدفع، والفوائد التي تدفعها الشركة على سندات القرض تستقطعها من الأرباح التي تحققها، أو تدفعها من الاحتياطي، أو إذا اقتضى الأمر من رأس مالها وحامل السند يحصل على الفائدة كيفما كانت عليه حالة الشركة أي حتى ولو لم تحقق الشركة أرباحها.

ثانياً: حق استرداد قيمة السند

يعتبر مالك السند مقرضاً للشركة، وبالتالي هو دائن بقيمة السند الذي منحه لها، ويكون له الحق في استرداد قيمة القرض، هي القيمة الاسمية للسند عند استحقاقه أي حلول أجله، وذلك طبقاً للشروط التي بينتها الشركة في الإعلان و التي تحتويها بيانات سندات القرض المسلمة إلى المكتبين، وعليه فإن الشركة المقرضة الوفاء بقيمة سندات الاستحقاق وفقاً للشروط التي تضمنها عقد الإصدار².

لكن تجدر الإشارة بالنسبة للسندات المساهمة^{*}، أنها لا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها، بعد انتهاء أجل لا يقل عن 05 سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار وعن ذلك يتمتع المقرض بحق دفع الفوائد ويحق استرداد قيمة دينه وأن عقد الإصدار دور الذي يحدد نسبة حساب الفائدة التي يحصل عليها المكتتب ونمطه، لكن قد تقوم الشركة بتخفيض نسبة الفائدة الشيء الذي يلحق ضرراً بالمقرض، كما قد تلحق به إضرار بفعل التغيير في آجال دفع الفوائد المستحقة (آجال استحقاق الفوائد).

ثالثاً: حق إنشاء تنظيم حملة السندات

لحملة السندات أحقية تشكيل تنظيم لمالكي سندات القرض، أي يكون حاملوا السندات من الإصدار نفسه جماعة بقوة القانون للدفاع عن مصالحهم المشتركة، وعلى ذلك يستفيد حاملي السندات بحماية خاصة تختلف عن تلك المقررة للمساهم، وتتمتع هذه الجماعة بالشخصية المعنوية ومهمة جماعة حاملي السندات المساهمة أو الاستحقاق تتمثل عموماً في حماية حقوق حاملي سندات القروض واتخاذ التدابير اللازمة لصيانة هذه الحقوق، وهذا

¹ هارون العشي، مرجع سابق، ص:60.

² فاتح آيت مولود، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، جويلية 2012، ص:78،79.

*سندات المساهمة: تعتبر هذه السندات سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استناداً إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند.

يمثل جماعة أصحاب السندات وكيل أو عدة وكلاء يعينون في الجمعية العامة غير العادية، حيث يقومون باسم المجموعة بجميع أعمال التسيير للدفاع عن المصالح المشتركة لأصحاب السندات الاستحقاق وهذا ويجوز لممثلي جماعة أصحاب السندات الحضور جمعيات المساهمين، لكن بصفة استشارية بمعنى يمكنهم مناقشة وإبداء ملاحظات على مواضيع المطروقة خلال تلك الاجتماعات، لكن ذلك لا يخول لهم الحق التصويت عند اتخاذ القرارات في الجمعية العامة ولهم الحق أيضا في الاطلاع على وثائق الشركة حسب نفس الشروط المطبقة على المساهمين.

ومن التدابير التي قد تتخذها جماعة حاملي السندات، اللجوء إلى القضاء للمحافظة على حقوق حملة السندات وتمثيلهم، وإن كان من الممكن لكل حامل سند اتخاذ إجراءات فردية أمام القضاء لحماية مصالحه الشخصية، باعتبار أن كل حامل سند يعتبر دائئا للشركة¹.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

وتلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل كوسيلة لرفع رأسمالها، وذلك لما يكسبه هذا النوع من الأسهم من امتيازات يمكن أن يجذب المستثمرين لاستثمار أموالهم في رأس المال المؤسسية.

الفرع الأول: أهم خصائص الأسهم الممتازة

هناك خصائص عدة رئيسية للأسهم الممتازة:

- **إمكانيات تجميع العوائد:** يتمتع حامل السهم الممتاز بان له الحق في الحصول على عائد سنوي ثابت عن الشركة المصدرة و ذلك بشرط قيام الشركة بتحقيق أرباح كافية لتغطية تلك التوزيعات، غير أنه في حالة عجز الشركة عند تحقيق أرباح كافية لتغطية إحدى السنوات فليس من حق حملة الأسهم الممتازة اتخاذ أي إجراء قانوني ضد الشركة وإنما يتم ترحيل العوائد الخاصة بتلك السنة إلى السنوات التالية ويطلق على ذلك (تجميع العوائد) و عندما تحقق الشركة أرباحا كافية في السنة التالية أو بعدها "مثلا" تكون ملزمة بسداد العوائد الممتازة عن تلك السنة الإضافية إلى العوائد التي تم تجميعها عند سنوات سابقة.

- **القابلية للاستدعاء:** في بعض الأحيان يكون من حق الشركة المصدرة للأسهم الممتازة أن تقوم باستدعاء تلك الأسهم وسداد قيمتها طبقا لسعر محدد خلال فترة زمنية معينة، فعلى سبيل المثال قد تقوم إحدى الشركات بإصدار بعض الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء إلى 50 دينار مثلا للسهم الواحد مع إعطاء الشركة المصدرة الحق في استدعاء السعر مقابل 5305 دينار خلال السنة الثالثة 53 خلال السنة الرابعة، 52.5 خلال السنة الخامسة، وهكذا حتى يصل السعر الاستدعاء إلى 50 دينار في السنة العاشرة، وكما هو موضح في المثال فان سعر الاستدعاء دائما يكون أعلى من سعر الإصدار ويأخذ هذا السعر في التناقص طبقا لترتيب محدد كما هو مبين في المثال، كما نلاحظ أيضا أنه لا يجوز الاستدعاء في السنتين الأولى والثانية.

¹ فاتح آيت حمود، مرجع سابق، ص ص: 79، 80.

ويحقق استدعاء الأسهم الممتازة للشركة المصدرة إمكانية التخلص من الأعباء المالية الثابتة التي تفرضها الأسهم الممتازة سنويا على شكل عوائد غالبا ما تقوم الشركات بالاستفادة من حقها في الاستدعاء في السنوات التي تنخفض فيها الفائدة على السندات عما كانت عليه وقت الإصدار الأسهم الممتازة وذلك رغبة في استبدال المصدر التمويلي مرتفع التكلفة (السهم الممتازة) بمصدر آخر منخفض التكلفة (السندات).

- **القابلية للتحويل:** تقوم بعض الشركات بإضافة خاصية هامة للسهم الممتاز عند الإصدار وهي قابلية التحويل إلى عدد معين من الأسهم العادية ويتم ذلك بغرض جذب مزيد من المستثمرين لشراء ذلك السهم، ولما كانت أسعار الأسهم العادية والممتازة بالنسبة لمستوى أسعار الأسهم العادية مما يدفع حملة الأسهم الممتازة إلى متابعة التغيرات التي تحدث في تلك الأسعار وذلك حتى يتسنى لهم القيام بالمقارنة المستمرة بين القيمة الاستثمارية التي يحصلون عليها في حالة عدم إتمام التحول (القيمة السوقية للأسهم الممتازة) وبين القيمة الاستثمارية التي يمكن الحصول عليها إذا تم القيام بالتحويل (القيمة السوقية للأسهم العادية التي يمكن الحصول عليها عند القيام بالتحويل)¹.

الفرع الثاني: ايجابيات وسلبيات التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

أولا: الايجابيات: تتمتع الشركات التي تعتمد على أسهم ممتازة في التمويل ببعض المزايا من أهمها:²

_ حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية في الحصول على أموال التصفية على حملة الأسهم العادية، كما لهم الحق في التوزيعات السنوية التي تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

_ حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية، لأنه بموجب القيمة الاسمية للسهم يمكن الحصول على عدد أكثر من الأسهم العادية ويتم ذلك كلما كان المركز المالي للشركة قويا.

ثانيا: السلبيات:

رغم المزايا التي سبق ذكرها والتي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة إلا أن هذه الأسهم لا تخلو من بعض العيوب ومن أبرزها ما يلي:³

_ بالنظر إليها كمصدر تمويل، فإن تكلفتها تتميز بارتفاع النسبي إذا قورنت بتكلفة الاقتراض، ومن ثم فإن الشركة لا تحقق من وراءها وفورات ضريبية.

_ يتعرض حملة الأسهم الممتازة إلى مخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضون، ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد.

- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل.

- ربما تفرض قيودا على الشركة.⁴

¹ سعد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص: 218، 219.

² حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية "خلال الفترة: 2000-2009"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012، ص: 13.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 378.

⁴ عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي - أسس، مفاهيم تطبيقات - دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2006، ص: 93.

- تعرض حامل السهم الممتاز لمخاطر تفوق تلك التي يتعرض لها المقرضون من حيث¹:
- * عدم إلزامية توزيع عائد لهم كما هو الحال مع فوائد الاقتراض.
 - * تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد القروض في الحصول على قيمتها وقت التصفية.

¹ محمد طنّيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، داري المستقبل والراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 120.

خلاصة الفصل الأول:

تناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية، كذلك تطرق الفصل إلى اعتماد البورصة كمصدر حديث لتمويل مختلف المشاريع التنموية الاقتصادية اعتماداً على مختلف الأدوات المكونة لهذا السوق من أسهم عادية، ممتازة بالإضافة إلى السندات.

وعليه فإن دراسة الفصل الأول من حيث الطبيعة والأدوات والهيكل مكنتنا من استخلاص النتائج التالية:

- 1_ سوق المال من أهم المجالات المستحدثة في التعامل والتي تشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف قطاعات وأفراد المجتمع.
- 2_ يقوم نشاط الأسواق المالية على تداول أدوات مالية طويلة الأجل، سواء في شكلها التقليدي الذي رافق ظهورها كأسهم بنوعيتها وكذلك السندات بالإضافة إلى أدوات مالية في شكلها الجديد ممثلة في عقود المشتقات المالية، وهذا التنوع يجعل من هذه السوق قادرة على تأدية وظائفها وذلك من تعبئة للمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة.
- 3- معيار نوع الأدوات المالية المتداولة في السوق تُصنّف السوق المالي الى سوق الأدوات قصيرة (سوق النقد) والأخرى طويلة الأجل (سوق رأس المال).
- 4_ يتكون السوق المالي من عدة أسواق وجدت لتجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، فهي الميكانيكية التي أنشأت لتسهيل عملية التبادل الأوراق المالية وتشمل السوق سوقين سوق أولي وهو ما يعرف بسوق الإصدار وسوق ثانوي وهو السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف المضاربة لتحقيق الأرباح.
- 5- تعد السوق المالية ممول رئيسي لشركات قطاع الأعمال، وهي السبيل المفضل الذي يلجأ اليه المستثمرون والشركات لتمويل أنشطتهم الاستثمارية.

الفصل الثاني:

كفاءة بورصة

الأوراق المالية

تمهيد:

ساد في العشريتين الأخيرتين اعتماد المؤسسات على أموالها الخاصة وذلك عن طريق رفعها وتتميتها بدلا من اللجوء إلى القروض وهذا ما زاد من أهمية بورصات الأوراق المالية، إذ تعتبر هذه الأخيرة قناة من قنوات الإدخار، حيث يتم جمع الإدخارات من الجمهور وإعادة ضخها في الاقتصاد ككل بوجود فئة يقتصر دورها على إدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية وتوفير المعلومات اللازمة للبائعين والمشتريين، إصطاح على تسميتها بالوسطاء، إذ يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بأكثر من بديل وأبرزها نظام القاعدة الواحدة للتداول (التسعير الدوري) ونظام التداول الإلكتروني (التسعير المستمر)، فالحصول على هذا السعر يتطلب الإلمام الكافي بالمعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيم السوقية للورقة المالية وهذا ما يعرف بكفاءة الأوراق المالية. يرتبط التعامل داخل البورصة أساسا بتوفر المعلومات وتحليلها بهدف اتخاذ القرار المناسب، ويمكن التمييز بين مدخلين أساسيين لتحليل الأوراق المالية، فالمدخل الأول أساسي يتضمن دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، في حين يعرف المدخل الثاني بالتحليل الفني والذي يهدف إلى البحث في حركة الأسهم صعودا هبوطا باستعمال مجموعة من المؤشرات التي تستعمل لمعرفة اتجاه السوق وأصبحت هي الأخرى تباع وتشتري شأنها شأن أي ورقة.

لتوضيح هذه الأفكار وأكثر إخترانا أن نعالج كفاءة بورصة الأوراق المالية في هذا الفصل معتمدين على أربعة

مباحث هي:

المبحث الأول: مدخل إلى البورصة.

المبحث الثاني: تنظيم بورصة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية:

المبحث الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية.

المبحث الأول: مدخل إلى البورصة

سنحاول في هذا المبحث التعرض للتطور التاريخي لنشأة الأسواق الثانوية المنظمة من هيكل السوق المالية ومناقشة المفاهيم الأساسية من حيث الفكرة التي استندت عليها، لنخلص إلى تناول الأنواع المختلفة للبورصات مع التعرض لمختلف الوظائف التي تؤديها للاقتصاد الوطني.

المطلب الأول: مفهوم البورصة وأنواعها

يرى المهتمون بتاريخ نشأة البورصة أنّ أصل الكلمة يعود للقرن 16 م وهو مشتق من لقب أحد التجار البلجيكين والذي يدعى فان در بورص، وقد اختلف تقسيم البورصات من مؤلف لآخر، فنجدها تنقسم إلى ما سيتم سرده في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم البورصة

أولاً: معنى كلمة بورصة

*في الاشتقاق اللغوي: كلمة البورصة مشتقة من أحد المصدرين التاليين:

- 1 - "فندق في مدينة بروج ببلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاث أكياس نقود وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليين لتصرف أموالهم".
- 2 - "نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج ببلجيكا معروفة Vender Burse حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للتجار في أعمالهم".

*في الاصطلاح الاقتصادي: للبورصة عدة تعريفات تبعا لاعتبارات عديدة المكان، الاجتماع، نوع العمليات:

- 1 - "المكان الذي تتعد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، حيث عرفها محمد فريد وجدي بأنها النادي الذي يجتمع فيها في ساعات محددة تجار المدينة وصياغتها وسماستها للتعامل".
- 2 - "الاجتماع الذي يعقد لأجل القيام بعمليات بيع وشراء البضائع والأوراق المالية".

- 3 - "مجموعة من العمليات التي تتم في مكان معين، بين مجموعة من الناس لإبرام صفقات تجارية حول منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية، سواء كان موضوع الصفقة حاضرا وجود عينة منه أو غائبا عن مكان العقد أو حتى لا وجود له أثناء العقد المعدوم، لكن يمكن أن يوجد".

*في الاصطلاح القانوني: ينص قانون البورصة على "إعتبارها شخصية اعتبارية عامة، تتولى إدارة أموالها وتكون

لها أهمية وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب الحكومة يتواجد في البورصة مهمته مراقبة تنفيذ القوانين وحضور اجتماعات لجان البورصة، وله حق الاعتراض على قراراتها إذا صدرت مخالفة للقوانين أو الصالح العام"¹.

¹ شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر، سوريا، 2002، ص ص: 24_26.

وكمعنى شامل لمصطلح البورصة نجد أنها: سوق يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء لإجراء العقود بشكل منظم، وبصفة دورية، لأن الهدف من إنشاء البورصة هو إيجاد المكان الذي يلتقي فيه العملاء بصورة منظمة بسبب اتساع حجم تلك التعاملات وظهور الحاجة لتنظيمها¹.

الفرع الثاني: أنواع البورصات

يمكن تصنيف البورصات إلى أنواع متعددة كما يلي:

1 من حيث التداول: تضم ما يلي:

- أ- بورصة البضائع الحاضرة: وهي سوق منظمة متخصصة في بيع و شراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الإستراتيجية كالقطن، السكر، البن، القمح... وتعرف أيضا " بالبورصة التجارية " تسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة، وذلك حسب أسعار العرض والطلب.
 - ب- بورصة العقود: هي بورصة عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع آجلة، ويمكن دفع فرق السعر المتحقق حين تصفية العملية.
 - ج- بورصة العقود الآجلة: هي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة، كالذهب والفضة، والألماس
 - د- بورصة القطع "العملات": حيث يتم تداول النقود فعليا في عمليات البورصة، بمعنى تبادل العملات عن طريق الصرف الآجل أو العاجل.
 - هـ- بورصة الخدمات: تجمع البورصة أشكالاً متعددة من الخدمات منها السياحة والفنادق، بورصة التأمين، بورصة النقل وتأجير السفن.
 - و- بورصة الأفكار: تعد من أحدث أنواع البورصات، يتم فيها عرض بيع الحقوق كحقوق الإختراعات، حقوق العلامات التجارية، صفقات الإشهار....
 - ي- بورصة الأوراق المالية: وهي سوق منظمة، تتداول فيها الأسهم والسندات، والمشتقات المالية².
- 2 من حيث المدى الزمني: وفقا لهذا المعيار يتم تصنيف البورصات إلى نوعين أساسيين هما:
- أ- بورصات منتجات حاضرة: يتم التعاقد عليها وإستلامها وتسليمها ويقبض ثمنها فورا.
 - ب- بورصات عقود آجلة: يتم الاتفاق عليها دون تسليم أو إستلام المنتجات ولا الأثمان، بل تتم المضاربة على السعر فقط.³
- 3 من حيث مدى التعامل الجغرافي: وفقا لهذا الأساس يتم تقسيم البورصات إلى نوعين أساسيين هما:
- أ- البورصات المحليّة: وهي بورصات محدودة التعامل في النشاط الإقليمي، تتميز بصغر حجم المعاملات.
 - ب- بورصات عالمية "دولية": وهي بورصات كبيرة الحجم تمتد معاملاتها إلى دول أخرى⁴.

¹ أسماء مصطفى أحمد شاويش، الأجر في بيع السلع في السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الفقه أصوله، كلية الدراسات العليا، جامعة الأردن، آذار 2007، ص:7.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص:39.

³ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع مصر الطبعة الثانية، 1999، ص:25.

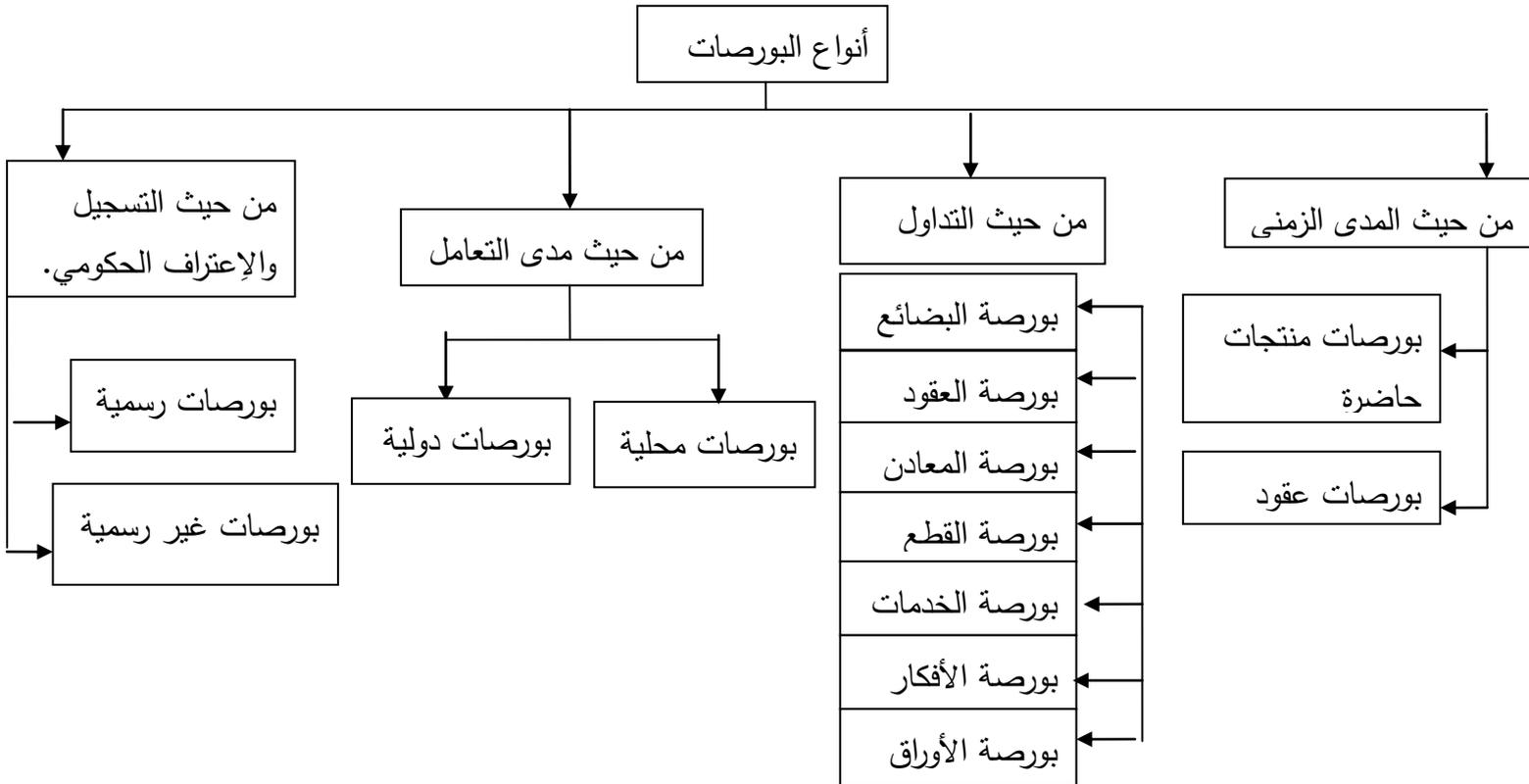
⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص:39.

4_ من حيث التسجيل والإعتراف الحكومي:

أ_ بورصات رسمية: مؤسسة وفقا للقوانين والقواعد تمارس فيها المعاملات في إطار القواعد والنظم ويتواجد بها ممثل للحكومة يراقب ويتابع هذه المعاملات¹، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة.

ب_ بورصات غير رسمية: هي تلك البورصات التي لا تخضع للمحددات والأساليب النظامية لنشاط البورصة الرسمية، حيث تختص بتداول الأوراق المالية لكل الشركات التي تعمل خارج مجال البورصة أي خارج السوق الرسمية، وتلك الأوراق غير مستوفاة لشروط البورصة فأسعارها غير رسمية وغير مقيدة بتسعيرة البورصة².

شكل رقم:04: مخطط يوضح أنواع البورصات



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على:

1 - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي "دراسة تحليلية نقدية" دار الفكر، سوريا، 2002، ص: 25.

2 - غنية هـدال، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001_2002، ص: 04.

المطلب الثاني: مفهوم بورصة الأوراق المالية ونشأتها

لقد تباينت الآراء فيما يخص تاريخ نشأة بورصات الأوراق المالية فمنهم من يتكلم عن القرن 16 م وآخرون

¹ غنية، الجوزي، مرجع سابق، ص: 25.

² شعبان، محمد، إسلام، البرواري، مرجع سابق، ص: 39.

عن القرن 13م، إلا أنها ظلت منذ نشأتها وحتى القرن 18 م مخصصة لتجار البضائع ذلك أن الشركات المساهمة لم تكن قد نشأت بعد.

الفرع الأول: مفهوم بورصة الأوراق المالية

تعرضنا في المطلب الأول لمعنى كلمة بورصة، والآن سنحاول معرفة معنى مصطلح الورقة المالية قصد الوصول إلى مفهوم شامل لبورصة الأوراق المالية.

أولاً: مصطلح الأوراق المالية

- المفهوم:

- هي صك يعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من العائد أو أصول منشأة ما أو الحقين معا، ومن أمثلتها الأسهم والسندات وأذونات الخزنة¹.

- كذلك عرفت الأوراق المالية بأنها: صكوك تمثل حق ملكية "أسهم" أو حق دين "سندات" على الجهات التي تصدرها، بحيث تكون لحملة ذات الصك حقوق والتزامات متساوية².

بملاحظة التعاريف المذكورة يتبين لنا أن الأوراق المالية هي الأوعية التي يتم التعامل بها في البورصة، تنتوع هذه الأوعية بين الأسهم والسندات إضافة إلى أنواع أخرى من الأوراق المالية التي تكون محلا للتداول في بورصة الأوراق المالية.

- **الخصائص:** تتميز الأصول أو الأوراق المالية بخصائص محددة قد تضيق أو تحد من جاذبيتها للمستثمرين أو مصدري تلك الأصول، وأهم هذه الخصائص³:

1 النقدية.

2 التقابلية للتجزئة وفئات الإصدار.

3 أجل الاستحقاق.

4 السيولة.

5 الخطر وعدم التأكد.

6 أنها من المثليات التي يقوم بعضها مقام بعض عند الوفاء، الأمر الذي يترتب عليه أن يتحدد لها في السوق سواء كانت البورصة أو غيرها، سعر موحد لكل ورقة مالية من ذات الطبقة وذات الإصدار، سواء تعلق الأمر بالأسهم أو بالسندات⁴.

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص:18.

² حسين توفيق، فيض الله قادر، إبراهيم هيو، التكييف القانوني لانتقال ملكية الأوراق المالية في البورصة، مجلة شريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، العدد 50، أبريل 2012، ص:244.

³ Frank, J, Fabouzzi and Franco Modigliani, capital market institution and instance_nts.New jersey: prentice_ Hall international, INC, 1992, pp: 7-12.

⁴ محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2004، ص:22.

- 7 تسمح بتعبئة المدخرات وتحسين المداخل نظرا لإمكانية إصدارها بقيم تناسب مختلف المدخرين، الأمر الذي يمكن من تعبئة موارد كبيرة بقدر اتساع قاعدة المشاركين وليس لجرد مقدرتهم المالية.
- 8 تتميز الأوراق المالية بأنها قابلة للتداول بالطرق التجارية، الأمر الذي يسهل قيام سوق للأوراق المالية .

ثانيا: مفهوم بورصة الأوراق المالية

بعد التطرق لمفهوم مصطلحي البورصة والأوراق المالية نحاول من خلالهما إعطاء تعاريف متنوعة لبورصة الأوراق المالية:

- 1_ سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ولوائح محددة¹.
- 2_ مصطلح فرنسي يطلق على سوق الأوراق المالية وهو سوق يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والحكومة وسندات الشركات².
- 3_ هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها وأشكالها³.
- 4_ يمكن القول أن بورصة الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة هي سوق لتداول الأوراق المالية أسهم سندات... الخ التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء، حيث يتم التعامل بالبيع و الشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة⁴.
- من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريف شاملا للبورصة على أنها:
- سوق منظمة يلتقي فيها دوريا أعوان متخصصون معتمدون لإبرام صفقات بيع أو شراء القيم المنقولة، فضلا عن دورها في جذب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، وبالتالي فهي سوق هامة تقدم للمشروعات ما نحتاج إليه من أموال ضرورية سواء لاستثمارها في نشاطها الإنتاجي أو لإضافة وحدات إنتاجية جديدة.

الفرع الثاني: تاريخ نشأة بورصات الأوراق المالية

إن إنشاء البورصة ليس حديث العهد، وإنما يعود وجودها إلى العهد الروماني، حيث تولت الطبقة البرجوازية المالية حق تجميع الضرائب، من أجل مواجهة تكاليف البناءات والتجميلات التي كانت تقام في روسيا، وكذا تكاليف شراء الأدوات الحربية، فتكونت بذلك بعض الشركات التي كلفت بمهمة تجميع الأموال الضرورية للقيام بمهمتها⁵

ومع إنتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية وهذا ما أدى إلى إنشاء بورصات لها ففي بادئ الأمر كان التعامل يتم على قارعة الطريق في كبرى الدول مثل:

¹ حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية من المخاطر إلى الأزمات، قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم إلى المنتدى الدولي الثاني حول متطلبات التنمية في أعقاب إفراوات الأزمة المالية العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بشار، يومي 28، 29 أفريل، 2010، ص:3.

² ضياء مجيد الموسوي، الإصلاح النقدي، دار الفكر، الجزائر، 1993، ص:99.

³ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003، ص:216.

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص:295.

⁵ غنية هдал، النظام القانوني للوسطاء في عمليات البورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، 2001_2002، ص:04.

فرنسا، إنجلترا، أمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تدعى حاليا بورصة الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية سنة 1724 بموجب أمر ملكي¹، وفي إنجلترا استقرت أعمال بورصة الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في مبنى خاص أطلق عليه اسم: Royal Exchan²، وفي أمريكا تم إنشاء أول بورصة عام 1821 في نفس الشارع الذي كانت تتم فيه المعاملات وهو وول ستريت³.

وفي المنطقة العربية تعتبر مصر أسبق الدول العربية إهتماما بأسواق المال، إذ أنها كانت في فترة من الفترات مركزا دوليا هاما في التعاملات التجارية في العالم⁴، ففي الأردن تم إنشاء سوق عمان المالي سنة 1976م، وافتتح بشكل رسمي سنة 1978 م، دولة الكويت أيضا قامت بإنشاء سوق مالي، وخاصة بعد اكتشاف حقل برقان النفطي عام 1938⁵، وغيرهم من البلدان العربية كلبان، تونس، المغرب، سوريا، الإمارات، اليمن....، ولكنها تبدو تبدو متفاوتة من حيث الاهتمام بشأن البورصة والعمل على تطويرها.

المطلب الثالث: الفرق بين السوق التي يعرفها الناس والبورصة

البورصة بمعناها الواسع ما هي إلا سوق، إلا أنها تختلف عن السوق التقليدية المعروفة في الأمور الجوهرية يمكن بيانها على النحو الآتي⁶:

- _ صفقات السوق التقليدية لا بد أن تكون لسلع موجودة بالفعل، بينما في البورصة الواحدة تكون السلع غائبة وتتم الصفقات بناء على عينات منها.
- _ تتعدد السلع التي يتم التعامل فيها بالسوق التقليدية، بينما في البورصة الواحدة تكون هناك سلعة من طبيعة واحدة ولها خصائص محددة.
- _ تختلف قيمة الصفقات في السوق التقليدية، أما في البورصة فإن عدد الصفقات التي تعقد كثيرة وتتسم بضخامة حجمها فضلا عن علانية التعامل.
- _ يتم التعامل في السوق بين البائعين والمشتريين، أما في البورصة فيتم التعامل من خلال ممثلين للبائعين والمشتريين وهم السماسرة الذين لا يحق لغيرهم أن يجري المعاملات داخل البورصة.
- _ تتميز الأسواق بثبات الأسعار فيها، إذ الأسواق لا تؤثر فيها بخلاف البورصات، فإنها تؤثر في الأسعار لكثرة ما يعقد فيها من صفقات ولذلك وصفت البورصة بأنها جهنم⁷.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 266.

² نزهان محمد سهو، محمد جميل عمر، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية _ العراق، كلية الاقتصاد، المجلد 26، العدد 02، 2001، ص: 651 _ 673.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 266.

⁴ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 21.

⁵ حسين علي خريوش، عبد المعطي رضا الرشيد، مرجع سابق، ص: 139، 147.

⁶ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة: البنوك، المنشآت، التأمين، البورصات، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2009، ص: 297.

⁷ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص: 17.

- _ في السوق المعروفة تكون كل صفقة مميّزة عن غيرها فيضع المشتري شروطا على البائع وقد يضع البائع شروطا على المشتري، أما في البورصة فإن التعاقد يكون حسب قوانين معينة هي التي تحدّد قوانين البيع والشراء ليس البائع والمشتري.
- _ في السوق المعروفة يستطيع الشخص أن يشتري أي نوع من السلع، أما في البورصة فلا يتم التعامل إلا في سلع خاصة مقدّرة بالكيل والوزن والعدد وتحتاجها جميع البلاد مثل النفط والمعادن والذهب والفضة والسكر وغيرها.
- _ ففي البورصة يكون دفع الثمن والقبض متأخّر في العادة عند عقد الصفقة وفي بورصة العقود الآجلة يكون الثمن والبضاعة آجلين أي متأخرين¹.

المطلب الرابع: الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية

تؤدّي البورصة عدة وظائف سواء للمستثمر الفرد، أو شركات الأعمال، أو الاقتصاد الوطني، وهذه الوظائف تتلخّص فيما يلي:

الفرع الأول: ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية

وذلك لإمكانية إسترداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنقود، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين أو الاعتباريين المستثمر في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوّعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدّخر يحتاج لمدخراته طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب أيضا في إسترداد هذه الأموال دون خسارة محسومة، وصاحب السهم لا يستطيع إسترداد مدخراته في أي وقت، حيث أنها تتحول إلى موجودات في المنشأة وتبقى طالما أن المنشأة باقية، وهنا يبرز دور البورصة حيث يستطيع من خلالها التنازل عن أسهمه بالبيع أو بأي وسيلة أخرى، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدّخرات وتلبية شرط المدخر في سرعة حصوله على استثماراته لتلبية حاجياته².

الفرع الثاني: المساعدة على تلافي تقلبات الأسعار

البورصة في هذا المجال تقوم بدور لكسر حدّة التقلبات والتي ترجع أساسا لإنفعالات المتعاملين في البورصة وقد تكون خاطئة، ويتحقّق ذلك بأن يقوم أعضاؤها المتخصّصون وعملائها المحترفون بتلقي أثر هذه الانفعالات فيشترتون ما يريدون بحكم خبرتهم أنه عرض زائد نتيجة للتساؤم، وكذا يواجهون أي طلب زائد نتيجة التفاؤل الذي لا مبرر له، ويساعد ذلك على كسر حدة هذا الارتفاع أو الهبوط المفاجئ في الأسعار، وبعد أن تستقر الأمور وتهدأ الإنفعالات يعاود المحترفون في البورصة القيام بعمليات عكسية لما سبق لها القيام بها، إلى أن تستقر الأسعار في أوضاعها الطبيعية³.

¹ فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصات، دار الوضاح للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص: 9، 10.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مرجع سابق، ص: 266.

³ نفس المرجع السابق، ص: 266.

الفرع الثالث: تعتبر مؤشر لحالة الاقتصادية

تعدّ البورصة مؤشر لحالة الاقتصاد القومي مستقبلا لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الإقتصاد في الدولة لإتخاذ إجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر¹.

الفرع الرابع: خلق رؤوس أموال جديدة

إن قيام أي فرد بالإكتتاب بأسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات، ويعني أن هذا الشخص قد أضاف مصادر تمويلية جديدة للسوق، حيث لا يمكن لهذا المستثمر سحب أمواله إلا إذا حلّ محلّه مستثمر آخر وقام بشراء هذه الصكوك، وهذا يعني أن الإستثمار بالأوراق المالية يؤدي إلى إضافة رؤوس أموال جيدة لهذا السوق وتقوم الشركات الناجحة باستقطاع جزء من الأرباح السنوية للاحتياجات المختلفة وعندما تحتاج إلى هذه المبالغ لإستثمارها في أعمال الشركة تزيد من رأس مالها بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها مقابل هذه الاحتياطات، أو بقيمة تقل كثيرا من القيمة السوقية للسهم وبذلك يزيد رأس مال المساهم كما تزيد حجم رؤوس الأموال المستثمرة في سوق المال، ولا تنقص إلا في حالات إفلاس الشركات والقيام بعمليات تصفيته².

الفرع الخامس: المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي

حيث أن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما زادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية³.

المبحث الثاني: تنظيم بورصة الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين، إذ تؤثر وتتأثر بنشاطهم البورصة فبواسطتهم تتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة، ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم آلية نشاط البورصة ويمكن بيان دور هذه الفئات وطبيعة تعاملاتها في هذا المبحث كما يلي:

المطلب الأول: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

تمارس سوق المال عادة والبورصة خاصة عملياتها بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصاديين فمنهم الطالبون والذين تنتقل إليهم فوائض أو مدخرات العارضين لرؤوس الأموال وذلك بواسطة فئة يقتصر نشاطها على تنظيم عملية التبادل بين العارضين والطالبين، وتدعى هذه الفئة بالوسطاء.

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سابق، ص:19.

² خالد عجبولي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة ، مداخلة مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية والدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 20_ 21 أكتوبر، 2010، ص:5.

³ حسام الدين أحمد، ألف باء البورصة، عبر الموقع

الفرع الأول: عارضوا رؤوس الأموال المقرضون

وهم أولئك الذين لديهم فائض في السيولة، ولا يرغبون في تركها جامدة من غير توظيف، فيدخلون البورصة بغرض استثمار أموالهم، وعلى العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى:

1 الفئة الأولى: وتشمل القطاع العائلي وهم المدخرين الذين يفضلون إيداع أموالهم الفائضة الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق في الأوراق المالية¹.

2 الفئة الثانية: وتضم مختلف المؤسسات والهيئات المالية التي تقوم بجمع الموارد الإيداعية وإستثمارها ومنها:

شركات التأمين: شركة التأمين هي مؤسسة مالية تتلقى الأموال من المؤمن لهم، تعمل كوسيط يقبل الأموال التي تتمثل في الأقساط التي يقدمها المؤمن لهم ثم يعيد استثمارها نيابة عنهم مقابل عائد معين²، فهي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضدّ خطر معين، ولكنها تلعب دور غير مباشر كواحد من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض وحدات الفائض في صورة أسهم وأقساط لتأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات العاجزة من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل³.

صناديق المعاشات: عبارة عن هيئة مالية تحصل على مواردها المالية من أقساط معاشات التقاعد المدفوعة من العمال وأرباب العمل مقابل توفير دخل عند التقاعد، وتستثمر هذه الموارد في الأدوات المالية طويلة الأجل⁴.

البنوك التجارية: يعتبر البنك التجاري مؤسسة مالية تتخصّص في تلقي الودائع ومنح القروض بجانب تقديم مجموعة أخرى من الخدمات المصرفية المكتملة مثل: شراء وبيع الأوراق المالية وتحصيل كربونات، وتحصيل الأوراق التجارية وخصم الكمبيالات وقبولها، شراء وبيع العملات الأجنبية، فتح الإعتمادات المستندية وإصدار خطابات الضمان وتأجير الخزائن الحديدية⁵.

تجمعات التوظيف المشترك: مؤسسات مالية وسيطة تقوم بجمع الموارد المالية من صغار المستثمرين حيث تقوم ببيعهم حصص مشاركة مقابل أموالهم، وتقوم بشراء أوراق مالية بأسعار منخفضة، فتتحقق هذه المنافع لمساهميها عن طريق تخفيض تكاليف شراء الأدوات المالية مباشرة دون وساطة السماسرة وبذلك توفر العمولة التي يفترض أن يحصل عليها هؤلاء السماسرة وتقوم هذه الصناديق عادة بشراء محافظ استثمارية متنوعة من الأوراق المالية⁶.

¹ رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 51.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 355.

³ عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سابق، ص: 88.

⁴ مبارك، بن سليمان، السليمان، مرجع سابق، ص: 44.

⁵ أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 12.

⁶ عبد الله الطاهر موفق، علي الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، فلسطين، الطبعة الثانية، 2006، ص: 291.

الفرع الثاني: طالبوا رؤوس الأموال المقترضون

يمثلون الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث تؤمّن هذا الإحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال¹، ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة* أو شركات استثمار** كما يمكن أن تصدر بعض الأوراق المالية كالسندات من هيئات خاصة أو حكومية كالبنك المركزي* والخزينة العمومية**.

الفرع الثالث: الوسطاء الماليون

يقوم الوسطاء بدورهم في البورصة من حيث الإلتقاء بين عارضي رؤوس الأموال وطالبيها، ويتدخل في البورصة عدد من الوسطاء، نذكر منهم:

أولاً: سمسرة الأوراق المالية

1- المفهوم: هو وسيط مالي، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، وبمعاونة مساعديه، مقابل عمولة سمسة محددة باللائحة تدفع من الطرفين، ويمارس مهنته منفرداً أو كشريك متضامن في شركة السمسة².

2- شروط السمسة: إن مهنة السمسة مهنة قانونية، كما أن التعامل بالأوراق المالية في البورصة لا يجوز إلا بواسطة أحد السماسرة المقيمين بها، ولهذا وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السماسرة ومعاونيه، ونظراً للمهمة التي يقومون بها يشترط أن يتوفر فيهم الشروط الآتية³:

أ- الأهلية القانونية: كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسنّ العمل مثلاً 21 سنة فما فوق في بورصة كوالالمبور بماليزيا.

ب- النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه داخلياً أو خارجياً، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد ما لم يرد إليه اعتباره.

ج- الكفاءة الفنية: أي حصوله على حدّ أدنى من التعليم شهادة البكالوريوس، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقلّ عن ثلاث سنوات.

د- الكفاءة المالية: وذلك بان يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

¹ محمد سحنون، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003، ص:136.

* بيوت السمسة: "سمسرة الخصم": سمسار يقدم خدمات استشارية للعملاء في شأن قرارات الاستثمار، فالخدمات التي يقدمها سمسار الخصم هي في حدها الأدنى، حيث تقتصر على الأعمال الكتابية الخاصة بأوامر البيع والشراء.

** شركات الاستثمار: هو مشروع حالي هدفه تمكين المستثمرين من ضم الأموال التي لديهم إلى أموال الغير لاستثمارها في أنواع مختلفة من الأسهم" محافظ الأوراق المالية"، وخاصة الصغار منهم.

* البنك المركزي: هو مؤسسة نقدية عامة تحتل مركز الصدارة في الجهاز المصرفي وهو الهيئة التي تتولى إصدار البنكنوت وتضمن بالوسائل شتى سلامة أسس النظام المصرفي و توكل إليه مهمة الإشراف على السياسة الاقتصادية في الدولة.

** الخزينة العمومية: صراف وممول للدولة وهي أداة لتطبيق الميزانية العامة لهذه الدولة.

² حسين بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أنواعها المشتقة، دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 32.

³ شعبان محمد اسلام البروراي، مرجع سابق، ص:56،57.

هـ- الشروط الإجرائية: كاجتياز الاختبار التحريري والشفوي، والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة

البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

بتوافر هذه الشروط في المرشح يقبل كسمسار في البورصة، ويقيد إسمه في سجل السماسرة، وبعد تسديد رسوم القيد والإشتراك والتأمين، ويجوز أن يقوم السماسرة بمهنة السمسرة على شكل شركات سمسرة أيضا وشروط السمسار نفسها.

3-وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية:

من خلال تعريف السمسار تبيين وظيفته الأساسية، وهي تنفيذ أوامر العملاء وبيع وشراء الأوراق المالية

مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة، إضافة إلى وظيفة السمسار الأساسية فهناك وظائف أخرى يقوم بها، هي:

_تقديم النصيحة والمشورة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في

الحاضر وفي اتجاهها في المستقبل، كتطور الأسعار وتقلباتها.

-إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل إسم المشتري الجديد، والاتصال بالجهات المختصة لتسليم

الأوراق المالية للعملاء.

_الإكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يحملون

محافظ أوراق مالية للعملاء.

_حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأي جهة كانت.

_إتمام الصفقات عند نكول العميل عن العقد لاستقرار المعاملات¹.

4-معاونوا السمسار: يعاون السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين منهم المندوب الرئيسي والوسيط، صانع

السوق وشركات المقاصة.

4-1- المندوب الرئيسي: هو مستخدم يعمل بأجر لدى السمسار ويعاونه في تنفيذ الأوامر في المقصورة ولا يجوز

أن يعمل إلا بإسم السمسار الذي يتبعه ولحسا به وتخت مسؤوليته حيث أنه مجرد شخص ينفذ ما يكلف به من

جانب السمسار ومن ثم لا يجوز له أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار وأن يعمل لحسابه الخاص².

4-2- الوسيط: كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من

شراء وبيع للأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة³، ولا يجوز

للسيوط أن يعقد صفقات لحسابه أو أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة أو لحساب شريك موصى في بيت السمسرة

المقيد عنده، ولا يسمح له بمزاولة العمل إلا بعد أن يدفع تأمينا لدى الشركة السمسرة كضمان.

ويختلف الوسيط عن المندوب بعدم أخذه أجرا ثابتا مقابل خدمته، لأنه لا يعمل بصفة دائمة ومستمرة

كالمندوب، بل يدفع له مقدار خاص نسبة مئوية، ففي بورصة كوالالمبور KLSE بماليزيا تشترط للوسيط أجرة لا

تتجاوز 40% من أجرة السمسار، ويشترط في المندوب والوسيط ما يشترط في السمسار، وأن يزكيه السمسار الذي

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص ص: 57، 58.

² رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 121.

³ مصطفى رشدي شيخة، زينب حسن عوض الله، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، مصر، 1993، ص: 46.

يرغب في العمل عنده، ولا يجوز أن يجمع أحد بين صفتي المندوب والوسيط ولا يجوز لهما أيضا أن يلحق بأكثر من بيت سمسرة.

4-3- صانع السوق "الوسيط التاجر": يمكن تعريف صناع السوق على أنهم جهات مرخص لهم للعمل باستمرار لتحديد السعر لورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المخصصة لهم من قبل البورصة، ويهدف صناع السوق إلى تحقيق سيولة عرض وطلب دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم، كما يلتزم صناع السوق في كل يوم من أيام التداول بوضع أسعار معلنة لشراء وبيع ورقة مالية معينة أو أكثر، مما يحتاج إليه السمسار عبر شاشات التداول ومتابعة تلك الأسعار¹.

ويلعب صانع السوق دورا هاما في الأسواق المالية وذلك لإنعاش الأسواق وحماية التداول والمحافظة على الأسعار في البورصة دون تدخل هيئة سوق المال ويعمل صانع السوق كسمسار أيضا ويعتبر صانع السوق من ذوي الاختصاص في أسهم بعض الشركات فقط².

4-4- شركات المقاصة والتسوية:

تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة في تمام صفقات التداول حيث تقوم بما يأتي:

أ - إكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة من إستلام و تسليم الأوراق المالية.

ب تسوية المراكز المالية الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعامل فيما بينها.

ج_ الحفظ المركزي حيث يودع العملاء الأوراق المالية عندها مقابل إيصالات، عند إتمام صفقة عليها، تقوم الشركة بقيد ملكية الأوراق لحساب المشتري وخصمها من ملكية حساب المبالغ وهي مازالت في الحفظ المركزي مثلما يحدث في البنوك من تسوية حساب عميل إلى حساب عميل آخر³.

المطلب الثاني: عمليات بورصة الأوراق المالية

يتخذ العمل في البورصة أحد الشكلين التاليين، ولكل له فروعها الخاصة وذلك وفقا لمعيار الزمن كما يلي:

الفرع الأول: العمليات العاجلة "الفورية".

أولا: المفهوم

وتسمى أيضا العمليات الآنية، ويتم تسليم الأوراق المالية وتسلمها فور إتمام الصفقة وسواء كان ذلك في السوق المنظمة أو غير المنظمة، وتكون في أغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر، أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح جلسة التداول⁴.

وينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعروضة وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به، ويمكن إرجاع سبب اختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في

¹ مركز الدراسات والبحوث غرفة الشرقية، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، الكويت، ص:5، عبر الموقع:

http://www.chamber.org.sa/arabic/information center/studios/Documents/ تاريخ الاطلاع: 2013/12/29، 15:11

² غنية دهال، مرجع سابق، ص:33.

³ شعبان محمد، إسلام البروراي، مرجع سابق، ص: 57، 58.

⁴ محمد عدنان بن الضيف، الإستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مرجع سابق، ص: 87، 88.

السوق العاجلة لسببين، إما قصد الاحتفاظ بجملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف رؤوس أموالهم وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية¹.
ثانياً: أنواع العمليات العاجلة

قد تقوم العمليات العاجلة وفق عملية مكن العمليات التالية، نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر.

1_ الشراء بكامل الثمن: ويسمى كذلك بالشراء النقدي، وطبقاً لهذا الأسلوب يقوم العميل بسداد قيمة مشترياته من الأوراق المالية نقداً وعادة ما يتم السداد خلال فترة زمنية محددة.

2_ الشراء بجزء من الثمن: ويسمى كذلك بالشراء النقدي الجزئي الشراء بالهامش، ويقصد به أن يقوم العميل بسداد جزء من مشترياته من الأوراق المالية نقداً بأمواله و الباقي يقترضه، ويحصل المستثمر عادة على القرض من عند السمسار بيوت السمسرة لإتمام الصفقة الشراء ويتم تسجيل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة و ليس باسم العميل الذي أبرمت الصفقة لصالحه، حيث ترهن بيوت السمسرة تلك الأوراق للحصول على الأموال اللازمة لتقرضها للعميل، وذلك برهنها عند بنك تجاري².

– **الهامش الابتدائي:** وهو هامش الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص، ويحدد بنسبة معينة كأربعين بالمائة 40% من ثمن أسهم المشتري³.

– **هامش الوقاية الصيانة:** وهو هامش يقي السمسار من انخفاض قيمة السهم التي يمتلكها عنده المشتري بصيغة الهامش، ويكون هذا الهامش أقل من الهامش المبدئي.

3_ البيع على المكشوف: وهو أن يقوم العميل باقتراض مجموعة من الأسهم من عند السمسار الذي يحتفظ بها كرهن للقرض، ليقوم ببيعها في الحال، على أمل انخفاض سعرها فيما بعد ويقوم بإرجاعها إلى السمسار. إذن البيع على المكشوف هو قيام شخص ببيع أوراق انطلاقاً من اقتراضها من الآخرين مقابل الالتزام بإعادة شراءها وتسليمها للمقرض في وقت محدد، أين يأخذ السمسار ثمن هذه الأسهم كضمان لإعادة هذه الأسهم. ومدة الاقتراض عادة ما يكون يوم واحداً يتجدد تلقائياً ما لم ينهه أحد الطرفين، ويقتضي البيع على المكشوف وجود بائع على المكشوف يدخل السوق مضارباً على الهبوط، ووجود مشتري بمركز طويل يدخل السوق مضارباً على الصعود⁴.

¹ محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية دولية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية_ الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 8_9 ماي 2004، ص: 68.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 88.

³ مبارك سليمان آل سليمان، مرجع سابق، ص: 689.

⁴ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 88_90.

الفرع الثاني: العمليات الآجلة

أولاً: المفهوم

تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة¹ ونعني بها تلك العمليات التي لا يتم فيها تسوية مراكز البائع والمشتري فوراً وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء العمليات التصفية ويقصد بهذا النوع من المضاربة للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تظل فيها العمليات قائمة دون تصفية، ويعتبر المشتري في العملية الآجلة مضارباً على الصعود، إذا كان يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، وهو يربح إذا تحققت توقعاته في هذا الشأن عند حلول موعد التصفية الذي يمكنه من بيع ما سبق وأن اشتراه، أما عن البائع فهو في هذه الحالة مضارب على الهبوط حيث يتنبأ بانخفاض الأسعار عند حلول موعد التصفية ويشتري ما سبق أن باعه من قبل، فقد حقق ربحاً إذا ما تحققت في هذا الشأن².

ثانياً: أنواع العمليات الآجلة

تتم التصفية الآجلة في البورصة على نوعين:

1_ عمليات آجلة قطعية: وهي عمليات يتم فيها البيع والشراء فوراً، على أن يتم الدفع و التسليم فيما بعد، أي يحدد تنفيذها بموعد ثابت، يسمى موعد التسوية أو التصفية، وتكون هذه العمليات قطعية، بحيث لا يمكن للمتعاقدين الرجوع عن تنفيذ العقد، ولا بد أن يحدد الحد الأدنى للأوراق المالية التي يمكن إجراء الصفقة عليها، ويؤدي تنفيذ البيع القطعي إلى خسارة أحد المتعاملين، إذا كان السعر يوم التصفية معادلاً لسعر البيع. ولكن الغالب أن المشتري والبائع يسارعان لإيقاف تطور الخسارة، فإذا رأى البائع أن حركة الأسعار في ارتفاع فإنه يسارع إلى شراء كمية من هذه الأوراق المالية لبيعها عند حلول الأجل، ليقلل من الخسارة، أما المشتري فيستطيع أن يشترط خيار التنازل عن الأجل، ويتمتع وحده بهذا الحق، فإذا شعر بهبوط الأسعار فإنه يسارع بطلب هذه الأوراق من البائع قبل موعد التصفية، فيضطر البائع إلى شراء هذه الأوراق من السوق، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها، أو على الأقل وقف حركة هبوط السعر³.

2_ عمليات آجلة بشرط: تتميز هذه العمليات بعدم إمكانية تصفيتهما إلا عند حلول الأجل، كما تتسم بعدم تحديد التزامات وواجبات طرفي العقد، بحيث يترك لهم المجال لحين وقت التصفية لتوفير جملة من الخيارات التي تمكنهم من القيام ببعض المناورات التي تكون عادة لتفادي الخسائر⁴، ومن أشكال العمليات الآجلة بشرط نذكر⁵:

1-2 - عمليات آجلة بشرط التعويض: وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض عند إدارة الفسخ، وهنا أيضاً يمكن أن يكون شرط الخيار هذا للمشتري أو قد يشترطه البائع ولا بد للطرف الآخر أن ينفذ العقد إذا اختار مالك الخيار إمضاء العقد، وإما أن يدفع

¹ مروان عطون، مرجع سابق، ص: 223.

² مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013، ص: 9.

³ أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، محرم 142، ص ص: 196، 197.

⁴ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 37.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 851.

مالك الخيار مبلغ التعويض إلى الطرف الآخر إذا إختار الفسخ، واليوم الذي يتم فيه الخيار إما الإمضاء و إما الفسخ هو يوم قبل يوم التسوية ويسمى يوم جواب الشرط.

2-2- العمليات الآجلة بشرط الانتفاء: وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا لأحدهما في موعد آجل محدد على أن يبيع للطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، وأن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه، إذ أن صاحب الخيار هذا يرى أن الأسعار ستتغير بمقدار كبير، أما الطرف الآخر فيرى أن الأسعار ستبقى مستقرة إلى حد ما¹.

2-3- العمليات الآجلة الشرطية البسيطة: وهي إعطاء المشتري الحق في إمضاء أو فسخ الصفقة مقابل دفع مبلغ معين يسمى بجزء لا يرد بحال.

2-4- العمليات الآجلة الشرطية المزدوجة: بناء على هذا الشرط يحق للمشتري أن يتحول إلى بائع أو مشتري باختياره، فيحتاط لنفسه ويكون المبلغ مدفوع هنا أكبر من المبلغ الذي يدفع في العمليات البسيطة، كما يمكن أن يتم إلغاء العملية باتفاق الطرفين².

2-5- العمليات الآجلة الشرطية المضاعفة: وهي التي يكون فيها الحق للمضارب مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذ رأى مصلحة في التصفية على أن يدفع تعويضا مناسباً متفقا عليه عند إتضاح الأسعار، ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين³.

2-6- المربحة والوضعية: وذلك بلن يكون للمتعاملين في سوق الأوراق المالية الخيار في طلب تأجيل موعد تصفية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق ويحدث هذا عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدها، نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم⁴، وتأخذ شكلين رئيسيين هما⁵:

***المربحة:** وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتري أكبر بكثير من تلك المؤجل تصنيفها من طرف البائعين ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى تدخل مموليها الذين يقبلون تقديم الأموال اللازمة للمشتريين الذين بإمكانهم تعديل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقابل دفع عمولة تدعى: بالمربحة.

***الوضعية:** على عكس المربحة، إذا كان عدد الأوراق المؤجل موعد تصنيفها من قبل البائعين يفوق كثيرا عدد الأوراق المؤجل تصنيفها من طرف المشتريين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون التنازل عنها للبائعين مقابل عمولة تدعى بالوضعية.

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 96.

² أسماء مصطفى أحمد، شاويش، مرجع سابق، ص: 73.

³ محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص: 63.

⁴ محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية "الأسهم والسندات"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009، ص: 256.

⁵ شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 38.

المطلب الثالث: كيفية التعامل في بورصة الأوراق المالية

يهدف تحقيق التوازن بين العرض والطلب، و لإتمام عملية التداول في الأوراق المالية عادة ما يشترط توافر عدد من الترتيبات كنوع الأمر الذي يجب تنفيذه، والأساليب المتبعة لتنفيذه، ولتوضيح قواعد وإجراءات التعامل في البورصة فضلا عن آليات ضبط حركة الأسعار فيها سيتم تناولها من خلال المطلب الآتي:

الفرع الأول: تقنيات التسعير في بورصة الأوراق المالية

هناك وسائل مختلفة لتحديد سعر السوق وهو:

أولاً: التسعير الدوري

يتم تطبيق هذه التقنية في الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية ذات سيولة قليلة، حيث يتم التداول مرة أو مرتين في اليوم عن طريق تجميع أوامر البيع والشراء الموجودة في دفتر الأوامر¹ وتتم هذه التقنية بطرق مختلفة²:

1_ التسعير بالمناداة: تتم هذه العملية بتلقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة وعقد الصفقات و المناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بلبن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، كأن يقول البائع "عندي كذا" للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وكذا بصوت عال بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء مستعنيين في ذلك بلفظ "أخذ كذا" مثلا، وبذلك يخلق هناك عرض وطلب في كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الأول الذي تباع به.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة، فلق المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين وعادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة. من أهم مزاياها الشفافية في التعامل إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

2_ التسعير عبر الدرج: كل مصدر للأوراق المالية المسعرة في البورصة يقترح على لجنة عمليات البورصة تسمية إحدى شركات البورصة لكي تقوم بتسعير أوراقه، لأجل ذلك يوضع تحت تصرفها درج يودع فيه باقي العملاء وأوامرهم، وفي نهاية عمل البورصة يقوم أحد الوكلاء بجرد الطلبات والعروض مشترطاً السعر والكميات، محدداً في النهاية سعراً يجيب على رغبة أكبر عدد من المتعاملين³.

1_ التسعير عبر الصندوق: ويتم اللجوء إليها في الحالات الإستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب إتخاذ قرارات قد تخرج عند التعامل العادي حيث يتمثل فحوى هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء أو البيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

¹ Jack, glen, international comparison of stock trading practices, World Bank, working papers unpublished, February 1995, p:8.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 75.

³ وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، لبنان، الجزء الأول، 2003، ص:132.

2_ التسعير بالمقابلة: وفقا لهذه الطريقة يتم تسجيل الأوامر على السجلات بالإضافة إلى التقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة.

وتجدر الإشارة إلى أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بواسطة الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قلّ العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قلّ عرضها، أو شرائهم للأوراق المالية التي قلّ الطلب عليها الشيء الذي يوفّر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة¹.

ثانيا: التسعير المستمر

وتعتمد هذه الطريقة أساسا على السرعة في تنفيذ الأوامر ومتابعة تطور السوق وذلك باستخدام التقنيات والوسائل الحديثة والمتطورة وهي نوعان²:

1_ التسعيرة المستمرة بالخبراء: وتعتمد هذه الطريقة في كل من سوق لندن و السوق المالية الأمريكية، بحيث يتخذ خبراء مكان معين في مقصورة البورصة و يقومون بتسجيل القيم و الأسعار المتوسطة المقترحة بين الأسعار المعروضة ويتفاوضون من أكبر عارض.

2_ التسعيرة المستمرة بالإعلام الآلي: تعتمد هذه الطريقة أساسا على نظام المعلوماتية في تحديد السعر و تتمثل في المقابلة المستمرة للأوامر المدخلة مباشرة من طرف الوسطاء في البورصة في التسعيرة الإلكترونية المضبوطة من طرف الحاسوب المركزي الذي يقوم بتحديد سعر التوازن عند تلاقي العرض بالطلب حيث يتغيّر هذا الأخير بوفود أي أمر جديد، وتعمل التسعيرة المستمرة على تسجيل عدة أسعار توازن خلال يوم واحد و ذلك عند كل نقطة التقاء بين العرض والطلب، والجدير بالذكر أن الحاسوب أصبح حاليا هو المسعر الرئيسي للقيم حيث تستقبل الذاكرة المركزية لهذا الأخير عدة أوامر ويتم حينئذ نشر الأسعار خلال ثلاث ثوان، ووفقا لهذه التقنية يمر على مرحلتين هما³:

_ مرحلة قبل افتتاح الجلسة: يتم تجميع أوامر البيع قبل افتتاح الجلسة التداول في النظام الآلي للبورصة، والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب أوامر العرض والطلب على الأوراق المالية، ولا يتم التداول في هذه المرحلة.

_ مرحلة بعد افتتاح الجلسة: إن عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين أوامر العرض وأوامر الطلب، وما دامت الأوامر مستمرة على مدار اليوم فيتولى النظام الآلي باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته ويقوم بالبحث دون توقف على مقابلة أوامر العروض والطلبات .

¹ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مرجع سابق، ص:79.

² عبد الله غالم، عبد الغني ربوح، دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الاقتصاد العالمي دراسة حالة: القرض السندي

"سونطراك"، "رياض سطيف"، "مجمع صيدال"، فندق الأوراسي"، مجلة البحوث والدراسات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، العدد 06، جوان 2008، ص: 188.

3 Bertrand Jacquilat, Brono solnik, Les marchés Financiers: gestion du portefeuille et des risques, Sound, 3^e édition,

وقبل افتتاح الجلسة بدقائق يتم تجميع الأوامر على أن لا يتم تداول أي منها، ويتم بعد ذلك تحديد سعر نظري للإقبال بحسب أوامر البيع وأوامر الشراء، وعند انتهاء جلسة التداول يتم تحقيق التعاملات بسعر الإقبال، أما التعاملات التي لم يتم تحقيقها، فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنته مدة صلاحية الأوامر، و تدرج في دفتر أوامر الإفتتاح لليوم الموالي¹.

الفرع الثاني: أوامر بورصة الأوراق المالية

يتحدد نوع الأمر الذي ينفذه السمسار أو ينفذ من قبل المستثمر بعوامل: الزمن، الحجم، السعر، لذلك فان أوامر عادة ما تأخذ الأشكال التالية:

أولاً: مضمون أوامر البورصة

يعتبر أمر البورصة بمثابة وكالة يمنحها المستثمر الأمر للوسيط المنفذ له، كي يبيع أو يشتري له في بورصة أوراق مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعول إلا إذا أعطى الشخص المختص أي الوسيط ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة².

_ ففي حالة إرسال أمر البورصة كتابياً، يجب أن يكتب وفقاً لنموذج وشكل معين، وأن يوقع من طرف الأمر، ويجب أن تتضمن أوامر البورصة البيانات التالية:

_ بيان اتجاه العملية شراء أو بيع.

_ مدة الصلاحية الأمر يوم، أسبوع، شهر، مفتوح³.

_ عدد الأوراق المالية محل الصفقة.

_ طبيعة الورقة سهم، سند،...

_ نوع السوق فورية، آجلة⁴

أما في حالة إرسال أمر البورصة عن طريق الهاتف، فيجب على الأمر تأكيد إرسال الأمر كتابياً.

ثالثاً: أنواع أوامر السوق

تختلف أوامر بورصة الأوراق المالية باختلاف سعر وزمن التنفيذ، سواء كانت أوامر بيع أو أوامر شراء كما تؤثر آليات الإيقاف والإستمرار في تحديد نوع الأمر، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى أربع مجموعات رئيسية:

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001_2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2011_2012، ص:33، 34.

² محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص:99.

³ نصيرة نواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري- دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 5-10-2013، ص: 207.

⁴ Jean François sus bielle , Comprendre la bourse sur internet, Edition d'organisation, France, 2001, pp:356_358.

أ_أوامر تتعلق بسعر التنفيذ: ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يضعه العميل هو الأساس في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذه الحالة يوجد بديلين من الأوامر: أمر يطلب فيه العميل للسماح أن ينفذ الصفقة بأحسن سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، وأمر يشترط فيه العميل سعرا محددًا للتنفيذ¹، وهناك نوعان لهذه الأوامر:

1_أمر السوق: يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا وهو عبارة عن أمر لشراء أو بيع أحد الأسهم بأفضل سعر متاح وقت تنفيذ الأمر²، وعليه فإن أمر السوق سوف ينفذ على الفور بناء على أفضل سعر يعرضه المشاركون³.

2_الأمر المحدد: إن الأمر بسعر محدد هو الأمر الذي يصدره الزبون، مع تحديد السعر أي أن المشتري يحدد السعر الأقصى الذي يكون مستعدا لدفعه ويحدد البائع السعر الأدنى الذي يقبل مقابله أن يتنازل عن صكوكه، وهنا قد ينفذ السعر جزئيا أو لا ينفذ بتاتا⁴ وكما يبدو فإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر مقارنة بأمر السوق، أن المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، إلا أنه لا يكون متأكد من إمكانية تنفيذ الأمر نتيجة لعدم توافق سعر السوق مع السعر المحدد، وعليه فإن إصدار هذا النوع من الأوامر لا بد أن يستند إلى مؤشرات مؤكدة نسبيا⁵.

3_الأمر بسعر الفتح أو الإقفال: بمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من السماسر أن يبيع أو يشتري له عدد معين من الأوراق المالية بسعر الفتح السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند إفتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول قبل إقفال السوق⁶.

ب_أوامر تتعلق بوقت التنفيذ: في هذا النوع من الأوامر يكون الزمن هو الأساس، وقد تكون مدة الأمر لمدة يوم واحد أو أسبوع أو شهر، وقد يكون مفتوحا ليس له تاريخ محدد لتنفيذه.

1_أوامر محددة بيوم واحد: وهو الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، فإذا تسلم السماسر الأمر على الساعة العاشرة صباحا فإنه يبقى ساري المفعول إلى أن تغلق البورصة أبوابها في نفس اليوم، وكقاعدة عامة يعتبر الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك، وكذلك يعتبر أمر السوق بطبيعته أمرا محددًا بيوم واحد، طالما أنه لا يحدد سعرا محددًا للتنفيذ.

2_أمر محدد بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر المحدد بأسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه الأمر، فإذا صدر الأمر ليوم الاثنين أو الثلاثاء، مثلا فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة نيويورك، وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية، أما بالنسبة للأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص:60.

² أسماي فيبر، كل شيء عن البورصة، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2007، ص:134.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريقات والمشتقات المالية، توزيع منشأة المعارف، مصر، الجزء الأول، دون سنة نشر، ص: 318.

⁴ محمد يوسف ياسين، مرجع سابق، ص:103.

⁵ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص:250.

⁶ مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سابق، ص:60.

صدر فيه، فإذا صدر الأمر يوم الخميس 14 مارس فإنه ينتهي بنهاية 31 مارس وقد يتحدد مدة الأمر بفترة أكبر من ذلك: شهرين أو ثلاث أشهر أو أكثر، بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح¹.

3_ الأمر المفتوح: ويقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاءه، وفي هذه الحالة ما إذا طالت الفترة في تنفيذه ينبغي على المستثمر تجديد هذا الأمر، نظرا لارتباطه بمخاطر النسيان من طرف المستثمر ومخاطر تغير المعلومات، بالإضافة إلى الأولوية في التنفيذ، فقد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، فإنه تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة، وإذا ما وصلت السوق معلومات كان من شأنها إنخفضت القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستستفيد منها أوامر الشراء المحددة فقد لا تتاح فرصة لأوامر الشراء المفتوحة².

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: هي نوع من الأوامر يرتبط فيها تنفيذ الصفقة بزمن معين وسعر معين وهي على نوعين:

1_ الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

2_ الأمر المفتوح في حدود سعر معين: يقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بلبن إعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها³.

د- الأوامر الخاصة: من أبرز الأوامر الخاصة، أوامر الإيقاف وأوامر الإيقاف المحددة، ثم الأمر الذي يترك فيه مجال التصرف وبحرية للسماح حسب مقتضى الأحوال.

1_ أوامر الإيقاف: وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة⁴، ويقصد بها تلك الأوامر التي لا تتفقد إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعاداه، وتبعا لهذا النوع من الأوامر يوجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر تتعلق بالبيع، وأخرى تتعلق بالشراء، ففيما يتعلق بالبيع يصبح لزاما على السماسر أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم المستوى المحدد أو انخفض عنه، أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بلبن يقوم السماسر بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه، فلو أن توقعات المستثمر تشير إلى مستقبل مبشر بشأن سهم منشأة ما أو أنه قد سبق له إبرام صفقة بيع على المكشوف، حينئذ يمكنه إصدار أمر بالإيقاف.

¹ عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، ص ص: 27، 28

² سليم جابو، مرجع سابق، ص: 36.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 89.

⁴ Jean François, Opcit; p: 563.

2_ الأوامر المحددة للإيقاف: تعتبر هذه الأوامر امتداداً لأوامر الإيقاف¹، وفيه يصدر العميل للسماز أمراً محدداً سواء في حال الشراء أو في حال البيع وإذا انخفضت الأسعار عن السعر المحدد، في حال البيع فليق السماز لا يمكنه البيع بأقل من السعر المحدد من قبل المستثمر، وأيضاً في حال ارتفاع الأسعار عن السعر المحدد للشراء فإن السماز لا يمكنه الشراء، ويتم تنفيذ الأمر في حال إصداره للسماز حيث يقوم السماز بنقل هذا الأمر إلى مختصين في صالة البورصة، ويقوم المختصون بأخذ ملاحظاتهم عن الأسهم وعددها والسعر المحدد للبيع أو الشراء وأن الأمر ينفذ في حال وصول الأسعار إلى السعر المحدد أو سعر أفضل منه ويتم تنفيذ الأوامر حسب الأسبقية وأن الطلبية المحددة للسعر تبقى سرارية حتى تاريخ معين أو تلغى².

3_ أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال "الأمر المطلق": على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الأمر كلمة الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه، فليق الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي السماز الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته، إذ بموجب هذا الأمر تترك الحرية المطلقة للسماز في بيع أو شراء الأوراق المالية التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع الأوراق وعددها وسعرها والوقت المناسب لتنفيذ الأمر³.

رابعاً: خطوات تنفيذ أوامر العملاء

يتم تنفيذ أوامر العملاء طبقاً للخطوات التالية:

1_ يتصل المستثمر بالسماز أو المدير التنفيذي لبيت السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه لسؤاله عن سعر الأسهم التابعة لمنشأة معينة.

2_ يقوم السماز بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب وعادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي أو أعلى أو أدنى سعر خلال اليوم، وسعر آخر صفقة أبرمت، وكل من سعر الشراء وسعر البيع، ويتم بإبلاغ المستثمر بكل هذه المعلومات.

3_ إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسماز الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

4_ بمجرد الإنتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية لبيت السمسرة المختص والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.

5_ تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية إذا كان السهم يتم التداول به في السوق وبمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسماز الوكيل لبيت السمسرة المختص وإبلاغه بوصول الأمر ذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسماز على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

6_ يقوم السماز الوكيل أو أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لإستلام الأمر ثم يقوم بنفسه أو بالإستعانة بسماز الصالة بتنفيذ الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في تلك الأسهم.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 252.

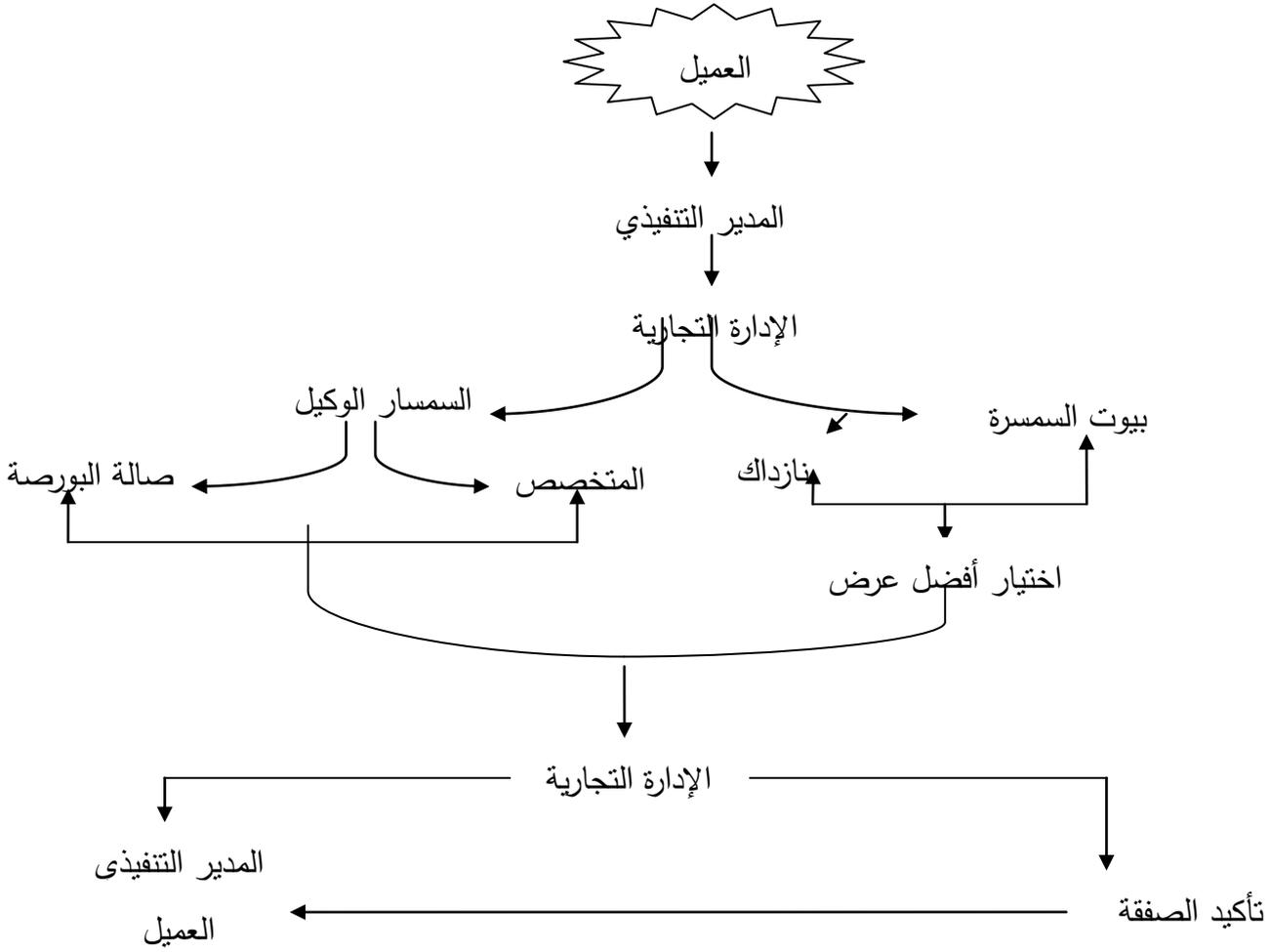
² عبد الرحمان مرعي، مرجع سابق، ص: 29، 30.

³ مبارك بن سلمان آل فواز، مرجع سابق، ص: 61.

7_ بمجرد تنفيذ الأمر يرسل السمسار الوكيل تقريراً عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

8_ ترسل الإدارة التجارية بالبريد خطاباً للتأكيد على تنفيذ الأمر¹.

شكل رقم: 05: إجراءات تنفيذ الأوامر



المصدر: منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية منشأة المعارف، مصر، 2003، ص: 538.

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص ص: 172، 173.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

أضحى قيام سوق منظمة للأوراق المالية ضروريا وخاصة مع إتساع دائرة النشاط الاقتصادي حيث يعمل المستثمرون على تعظيم أرباحهم من خلال تداولاتها داخل هذه السوق، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات كافية حول الأوراق المالية حيز التعامل فيها حتى يتصف هذا السوق بالكفاءة.

المطلب الأول: مفهوم وفرضيات السوق الكفاء:

نستعرض في هذا المطلب بشيء من التفصيل للمفهوم العام لكفاءة السوق نتبعه بوضع إطار لفروض السوق الكفاء.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

سنعرض في هذا الفرع الى مفهوم الكفاءة السوقيّة، إذ أن تعريفها يستدعي تفريقها عن مرادفات تقارب الكفاءة من حيث المعنى كمايلي:

أولا: الفرق بين كل من الكفاءة، الأداء، الفعالية

تجدر الإشارة هنا إلى أن مفهوم الكفاءة يقترن بمصطلحين هامين في هذا المجال هما: الأداء، الفعالية، ونشير إلى أن الإشتقاق اللغوي لمصطلح الأداء مستمد من الكلمة الإنجليزية to perform، والذي يعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل، ويشير مفهوم الأداء في عمومته إلى ذلك الفعل الذي يقود إلى إنجاز الأعمال كما يجب أن تنجز، والذي يتصف بالشمولية والإستمرار، ومن ثم فهو بهذا المعنى يعتبر المحدد للنجاح والبقاء والإستمرارية، أما الفعالية فهي معيار يعكس درجة تحقيق الأهداف المسطرة.

يتداخل ويرتبط المفهوم العام للكفاءة أيضا مع المفهوم العام للفعالية، وتعني الفعالية في هذا السياق إمكانية تحقيق الأهداف والوصول إلى النتائج التي يتم تحديدها مسبقا، ويعدّ هذا الهدف نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد، أما الكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل الطرق الممكنة من حيث التكلفة والوقت والربحية، ومن هنا يمكن الإشارة إلى إختلاف مفهوم المصطلحين، حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ إلى هذه النقطة¹.

ثانيا: المقصود بكفاءة السوق

فرضية السوق الكفاء ترجع في الأصل إلى الأبحاث والأعمال التي قام بها cootner في عام 1964 والتي تابع دراستها Fama في سنوات الستينيات، وبين Samuelson في نفس السنة أنه تحت أي شرط مبيّن عن الأوراق المالية فليّن تطور سعر السهم أو السند سيكون غير متوقع².

1_ يعرف منير إبراهيم هندي كفاءة سوق الأوراق المالية على أنه: السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كالمعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت في تلك القوائم المالية أو في معلومات تثبتتها وسائل الإعلام، أو

¹ الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة ورقلة_ الجزائر، العدد 07، 2009_2010، ص ص: 218، 219.

² فاطمة الزهراء العجاج، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية، دراسة قياسية لسوق تونس والمغرب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في التسيير الدولي للمؤسسات، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2009_2010، ص: 183.

تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو في تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم¹.
3_ تعرف السوق الكفاء بأنها سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها، ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق بين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية².

4_ وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق لكفاءة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب³:
- وجود منافسة تامة بين المتدخلين في السوق.

- توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.

- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق في وقت واحد.

بناء على التعاريف السابقة نستخلص أن السوق الكفاء هي السوق الذي تعكس فيه الأسعار المعلومات الواردة إليه بين مختلف المتعاملين فيه وبطريقة متحيزة، ما يجعل من الأسعار دالة تابعة للمعلومات المتاحة في السوق، أي أن أي تغيير في ورود معلومات جديدة يتطلب بالضرورة ظهور أثر هذا التغيير على أسعار الأوراق المالية محل التعامل وفقا للمعادلة التالية: $P = F(M)$

حيث: p: أسعار الأصول المالية في السوق، M: المعلومة الواردة إليه.

الفرع الثاني: الصيغ المختلفة للكفاءة السوق

وقد توصل Fama إلى ثلاث أنواع لإفتراضات السوق الكفاء، كما يلي:

أولاً: المستوى الضعيف

يعني هذا المستوى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات السابقة وبالتالي فإن تحليل هذه الأخيرة لا يمكن من التنبؤ باتجاه الأسعار في المستقبل وتحقيق أرباح غير عادية، إذ لا يوجد ارتباط بين تلك الأسعار في الفترات المتتالية، مما يثبت فكرة الحركة العشوائية لها، أختبر هذا الشكل بالعديد من الطرق أهمها: سلاسل الارتباط، المجاري المتتابة، تقنيات التصفية⁴.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص:38.

² J. T'eulie, P.Topscalion, Finance, ed. duuibert, France, 1997, pp:74,75.

³ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة_الجزائر، العدد 07، 2009_2010، ص: 182.

⁴ جبار محفوظ، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة 1999_2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلة محكمة متخصصة في الدراسات والأبحاث الاقتصادية، تصدرها كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف_الجزائر، العدد 03، 2004، ص: 85.

ويعني هذا أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتعرف هذه النظرية بنظرية الحركة العشوائية للأسعار وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات مما يجعل الأسعار تتحرك بصورة عشوائية بين لحظة وأخرى¹.

ثانيا: الشكل المتوسط للكفاءة

وتتم إذا عكس سعر الورقة المالية أنها وبصورة كاملة جميع المعلومات المتاحة للعامة على الأوراق المالية متمثلة في الظروف الاقتصادية والمالية وحجم التداول ومستويات الائتمان في الاقتصاد، ويعني توافر هذا الشرط أن وجود أي معلومات جديدة متاحة للعامة سوف تتعكس وبسرعة على سعر الورقة المالية².

ثالثا: الصيغة القوية لكفاءة السوق

تعني الكفاءة القوية لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة لدى العامة والمنشورة فحسب، وإنما تعكس أيضا المعلومات التي لا تنتشر بعد، أو غير المعروفة ويغيب ذلك أن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين والمستثمرين، وعليه تقوم السوق بتسعير الأسهم المعنية بصورة فعالة، أي تأخذ تلك المعلومات في الحسبان، من هنا نجد أن هناك معلومات غير متاحة للمستثمرين العاديين ومعروفة لدى البعض الآخر أي هناك قلة من المستثمرين الذين يقومون باحتكار بعض المعلومات الداخلية لإستعمالها لتحقيق أرباح تفوق أرباح غيرهم من المستثمرين العاديين³.

المطلب الثاني: شروط الكفاءة وأنواعها

هناك مجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر في السوق المالية، من أجل أن تكون كفلاء، وبأخذ الزمن بعين الاعتبار في تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وانعكاساتها على السعر، تأخذ السوقين شكلين: كفاءة كاملة وأخرى اقتصادية.

الفرع الأول: شروط حالة السوق الكفاء

هناك أربعة شروط أساسية يجب توافرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة هي⁴:
- توافر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.

¹ بن أمير بن حاسين، لحسن جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، العدد 02، 2012، ص: 253.

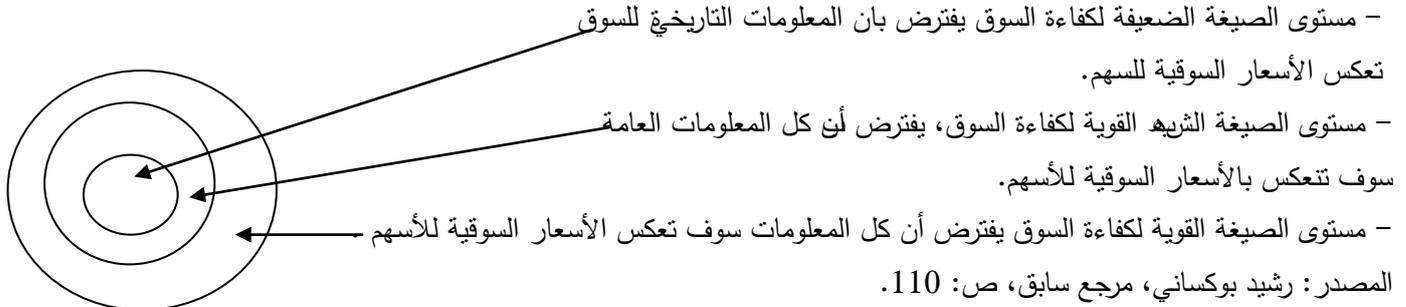
² علي بن الضب، ف بن ناصر، سلوك المرودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية "دراسة قياسية ومقارنة بين بورصة ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997_2010، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي: 23_24 فيفري 2011، ص: 10.

³ جبار محفوظ، إختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة: 1999_2004 دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007، ص: 87.

⁴ عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة، أبو ظبي، دبي الشارقة، مارس 2006، ص: 38.

- يجب أن تكون السوق ممهدة بحيث لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية، وأن لا تخضع الأرباح للضرائب وألا يتم تحميل الصفقات المالية بأنه أعباء أخرى الكفاءة التشغيلية.
- أن لا تكون كلفة التداول منخفضة تماما إلى درجة أن تكون معدومة.
- يجب أن يتسم السوق بالمنافسة النزيهة بشرط أن لا تتأثر الأسعار بعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن طريق مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي.
- وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وأن تكون هذه الهيئة محايدة.
- أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها، وتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسعر المناسبة.
- توفر تقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات.

شكل رقم: 06: مخطط يربط بين الصيغ الثلاث لفرضيات السوق الكفاء



الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تثير فرضية السوق الكفاء الكثير من الجدل، ويرى البعض أن كفاءة السوق لا تكون إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق كفاء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات الإضافية وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية.

أولاً: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة إلى قدرة السوق على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصل زمني في تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية¹.
وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر مجموعة من الشروط هي:²

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

¹ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية، مصر، 2003_2004، ص: 185.

² عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، يومي 29_30 نوفمبر 2011، ص: 334.

- أن لا تكون هناك أي قيود على التعامل مثل: تكاليف المعاملات، الضرائب وغيرها.
 - ينبغي تواجد عدد كبير من المستثمرين، وبالتالي فإن قرارات أو تصرفات أي واحد منهم لا تؤثر على الأسعار
 - المتعاملون يتصفون بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.
 بالرجوع إلى هذه الشروط، نجد لا يبدو منها ما هو واقعي من الناحية العلمية سوى الشرط الرابع، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن لا يكون المتعاملين في أسواق رأس المال علاقات صداقة قرابة في المنشأة المعنية تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما أنه في الشرط الثاني لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات في أسواق رأس المال، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث فإن وجود عدد من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك أثر على سعر هذه الورقة المالية.

أما بالنسبة للشرط الرابع فهو واقعي وقابل للتحقيق بسعي كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة، فالكفاءة الكاملة إذن لا يمكن أن تتوافر في السوق، إذ من المستحيل تحقيق الكمال في استيفاء الشروط الثلاث الأولى، فالشرط الرابع إذن هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط، وبهذا فإننا ننقل من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية¹ والتي تبرز وجود فاصل زمني بين الوصول للمعلومة إلى السوق وانعكاس آثارها على أسعار الأسهم.

وبمعنى أوضح نجد أن الفرضيات الثلاث الأولى هي فرضيات نظرية ولم يبق إلا بتسليم بالفرضية الرابعة أي أن المستثمر يسعى إلى تعظيم منفعته وأنه في سباق دائم الحصول على المعلومات التي تساعد في بلوغ هذا الهدف.

وتتمثل الكفاءة في مجالين هما:

1_ الكفاءة الخارجية التسعير: تعني أن المعلومات الاقتصادية متوافرة لكل المستثمرين الإحتماليين، والمقصود بتوافرها هو درجة مناسبتها وملاءمتها وقلة تكلفتها، إلى أي مدى تعكس هذه المعلومات واقع وحقيقة المؤسسات المصدرة للأوراق المالية إضافة إلى أثرها على أسعار الورقة المالية، بحيث يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية، أو بالمقابل يجد بعض المستثمرين أنهم استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار تزيد عن قيمتها الحقيقية، أي الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية قادرة على ترتيب وتهيئة المعلومات في حين أن الأسعار لا تتعدّل إلا بعد فترة طبقاً للمعلومات الجديدة².

2- الكفاءة الداخلية: تتحقق الكفاءة الداخلية حينما لا يتحمل المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلا الحد الأدنى من تكاليف التبادل³، وتعرّف أيضاً بكفاءة التشغيل ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بعض العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف عالية للسمرسة ودون أن يتاح للتجار والمختصين صناعات السوق فرص تحقيق

¹ حسام مسعودي، مرجع سابق، ص:36.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص:250.

³ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي بعنوان: اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 16_18 مارس 1426هـ، ص:9_11.

هوامش ربح مغال فيها، و تعتمد كفاءة التسعير إلى حدّ كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون تكاليف التي يتحملها المستثمرين لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، الأمر الذي يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.¹

وبالنظر إلى واقع الأسواق المالية المعاصرة نجد أن أكبر الأسواق العالمية كسوق نيويورك وسوق طوكيو، تسودهما أكبر وأقدم الاحتكارات وأشدّها إنغلاقاً، إلى درجة أن مقعد السمسار في إحدى الأسواق يكلف مئات الآلاف من الدولارات وهذا يدعو إلى الاعتقاد أن دخول تلك الأسواق لإعداد محدود من السماسرة ومما لا يجعل تكلفة التبادل في تلك الأسواق مرتفعة وتتجاوز الحد الأدنى المطلوب، وهكذا فإن الأسواق المالية المعاصرة لا تحقق بها الكفاءة الداخلية.²

المطلب الثالث: عوائق تطبيق نموذج السوق المالي الكفئ

هناك عوائق عديدة في سبيل تطبيق نموذج السوق المالي الكفئ، ومن هذه العوائق نذكر ما يلي:³

- _ تأثير سلعة الإنتاج: هناك بعض المنشآت الصغيرة قد تحقق وفترات طويلة عوائد عالية نسبياً مما يخلق أحياناً اختلالاً في توازن المحفظة الإستثمارية الذي قد يمتد إلى كامل السوق المالي، حيث تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقسيم هذه المنشأة عالية فيكون من الصعب إعداد قياسات ملائمة للمخاطر.
- _ تأثير التضليل الإعلامي: يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق الدولية وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية، مما يتسبب في انهيار ثقتهم و ثقة المؤسسات الإستثمارية بالشركات المعنية ومن ثم بالسوق المالي ككل.
- _ تأثير حساسية السعر: إن حساسية المستثمرين اتجاه تغيرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير أو المرونات تكشف عن مدى سرعة وشدة وإيجابية ردود الأفعال.
- _ تأثير القيم المتوسطة: إن العوائد المتحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئياً أو كلياً قد يكون مضللاً.
- _ تأثير ضعف التقدير: إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى وبالتالي تشهد الأسواق المالية غالباً تقلبات لأسعار الأدوات الإستثمارية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.

_ تأثير فترات زمنية م عينة: هناك فترات معينة من السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار، كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر كانون الثاني "يناير" في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر، وهو ما يتأثر من أن المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية العام وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم، ومع بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 60.

² عبد الله بن محمد الرزوين، مرجع سابق، ص ص: 11، 12.

³ معروف هوشيار، مرجع سابق، ص ص: 82، 83.

أسعارها، علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد أقل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستمرا في حالة المنشآت الصغيرة.

المطلب الرابع: مؤشرات تطور سوق رأس المال

نظرا لمفهوم كفاءة السوق فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وبالتالي توجيه المدخرات إلى القطاعات الأكثر ربحية مما يضمن التخصيص الكفء للموارد ، وهناك مؤشرات عديدة تدل على تطور سوق ورأس المال ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق

إن إتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على نشاط الإستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تطور السوق، حيث يقاس مدى إتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

*معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الخام ، *عدد الشركات المسجلة في البورصة .

أولا: مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الإجمالي

يقاس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أي: $\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$ حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الإستثمار، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المعتمدة في السوق والتي تستثمر مواردها، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار ايجابية على النشاط الإقتصادي بالبورصة وبالتالي إتساع القاعدة الإستثمارية، كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى سرعة وإيجابية تطور البورصة.

ثانيا: عدد الشركات المسجلة في البورصة

إن زيادة حجم الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى إتساع حجم السوق وهذا بدوره يؤدي إلى آثار ايجابية على الاقتصاد الوطني، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والإتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة، حيث نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى عالميا من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي حجم إستثماراتها، مما يؤدي إلى قدرتها على تحقيق كفاءة اقتصادية.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة الأسواق

يعكس هذا المؤشر سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في قيمتها السوقية، حيث تزداد سيولة السوق كلما تزداد أوامر البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، ويقاس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما: *مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي ، *مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية.

أولاً: مؤشر قيمة التداول على الناتج المحلي الإجمالي

يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة و كذلك انخفاض تكلفة المعاملات، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل¹.

ثانياً: مؤشر قيمة التداول / قيمة الرسملة البورصية

يعبر عن ارتفاع درجة السيولة، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق، ويؤدي ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال، مما يدلّ هذا على زيادة نشاط السوق.

الفرع الثالث: درجة التذبذب في العوائد

نعني بها مدى وجود تذبذبات في العوائد داخل السوق، من خلال الانحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدلّ انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق ورأس المال، وتحسب درجة التذبذب في العوائد حسب الصيغة التالية:

$$TV = (Rm - R)^2 / N$$

حيث:

TV: درجة التذبذب في العوائد.

Rm: العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

R: متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق.

N: عدد السنوات.

يؤدي انخفاض درجة التذبذب إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة، مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الإستثمار في الأوراق المالية، ومنه فإن انخفاض درجة التذبذب يعدّ أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة رأس المال².

الفرع الرابع: مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية

يتم الإعتماد في تحديد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الإستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير³، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما⁴:

أولاً: مدى توافر مصادر المعلومات

تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة وذلك من بين الهيئات المنظمة للبورصة والمؤسسات المتداولة للأوراق المالية في السوق، وهي سمة من السمات التي تتسم بها أسواق الدول المتقدمة.

¹ خيرة الداوي، تقييم كفاءة أداء الأسواق المالية "دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2005_2009"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2011_2012، ص ص: 99، 100.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 100، 101.

³ سامي مباركي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2003_2004، ص ص: 33.

⁴ خيرة الداوي، مرجع سابق، ص ص: 101، 102.

والهدف من هذه الهيئات هو كيفية توفير هذه المعلومات للمستثمر، حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات والتحليل عن الإقتصاد المالي والإقتصاد الوطني وعن المؤسسات ومختلف القطاعات الإقتصادية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرار الاستثماري في ظل توافر جميع المعلومات وبالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أوراقها المالية.

ثانيا: مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية

تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية، وذلك من أجل تعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة، وبالتالي فالمستثمر يطلب معدلا مرتفعا، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية، وهو ذلك في كل أسواق المال المتقدمة التي يوجد بها علاقة عكسية بين التضخم وأسعار الأوراق المالية وهي مؤشرات عن مدى كفاءة سوق رأس المال.

ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الإعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار وذلك باعتبار معدل التضخم متغير مستقل والمؤشر العام للأسعار كمتغير تابع، حيث كلما كانت استجابة الأسعار في سوق رأس المال للتغير في التضخم قليلة كلما انعكس على ضالة كفاءة التسعير في البورصة. أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار، فقد أثبتت الدراسات وجود علاقة عكسية بينهما، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الإستثمار في الأوراق المالية، ويتجه إلى الإستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية.

ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار، وذلك بأخذ سعر الفائدة كمتغير مستقل والمؤشر العام للأسعار متغير تابع، وكلما اقترب معامل الارتباط من الواحد صحيح، كلما كانت استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية إيجابية بالنسبة للتغير في معدلات الفائدة¹.

الفرع الخامس: مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي

يسمح هذا المؤشر بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتسيير السوق المالي في تطويره، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا، ويتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة وعلى معايير المحاسبة المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية²، ومن المؤشرات التي توضح تطور الهيكل المؤسسي ما يلي³:

3- عدم وجود عوائد على الإستثمار وتحويل رؤوس الأموال.

4- درجة انخفاض المخاطر.

¹ خيرة الدواي، مرجع سابق، ص: 102.

² سامي مباركي، مرجع سابق، ص: 34.

³ خيرة الدواي، مرجع سابق، ص: 102.

المبحث الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية

يوجد مدخلان شائعان في تحليل الأوراق المالية يستعملهما المحللون الماليون، إذ ينطلقون من أساس وفلسفة مختلفة تماما عن بعضها البعض وهما: مدخل التحليل الأساسي ومدخل التحليل الفني للأوراق المالية، بحيث يمكن اعتبارهما أداتان تستعملان في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وذلك بدعم من التحليل المالي والذي يتطلب معرفة نقاط القوة والضعف وأداء المنشأة كضرورة لتقييم الأوراق المالية المتداولة في سوق المال من أسهم وسندات ومشتقات مالية والمرفقة بجملة من معادلات التي تعبر عن وضع توقعات مستقبلية تفيد مستخدميها في إتخاذ القرار الصائب.

المطلب الأول: التحليل الأساسي للأسواق المالية

يكمن الهدف من دراسة هذا التحليل إلى الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد عن عمليات المنشأة، والتي تعتبر محددًا أساسيًا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره.

الفرع الأول: مفهوم التحليل الأساسي وفرضياته

هناك تعاريف متعددة تحدد طبيعة عمل ومنهج التحليل الأساسي، كما يقوم على فرضيات يبرزها الفرع التالي.

أولاً: المفهوم:

- عرفه عبد الغفار حنفي بأنه: ذلك التحليل الذي يقوم به رجال مختصون يطلق عليهم اسم المحللون الأساسيون، يعملون على تحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية والصناعية المالية بهدف التنبؤ بما سيكون عليه ربحية الشركة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم¹.

ثانياً: فرضيات التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن²:

_ السوق المالية كفئة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة.

_ إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة المتدفقة باستمرار، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

الفرع الثاني: منهج التحليل الأساسي وأهدافه

¹ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص: 215.

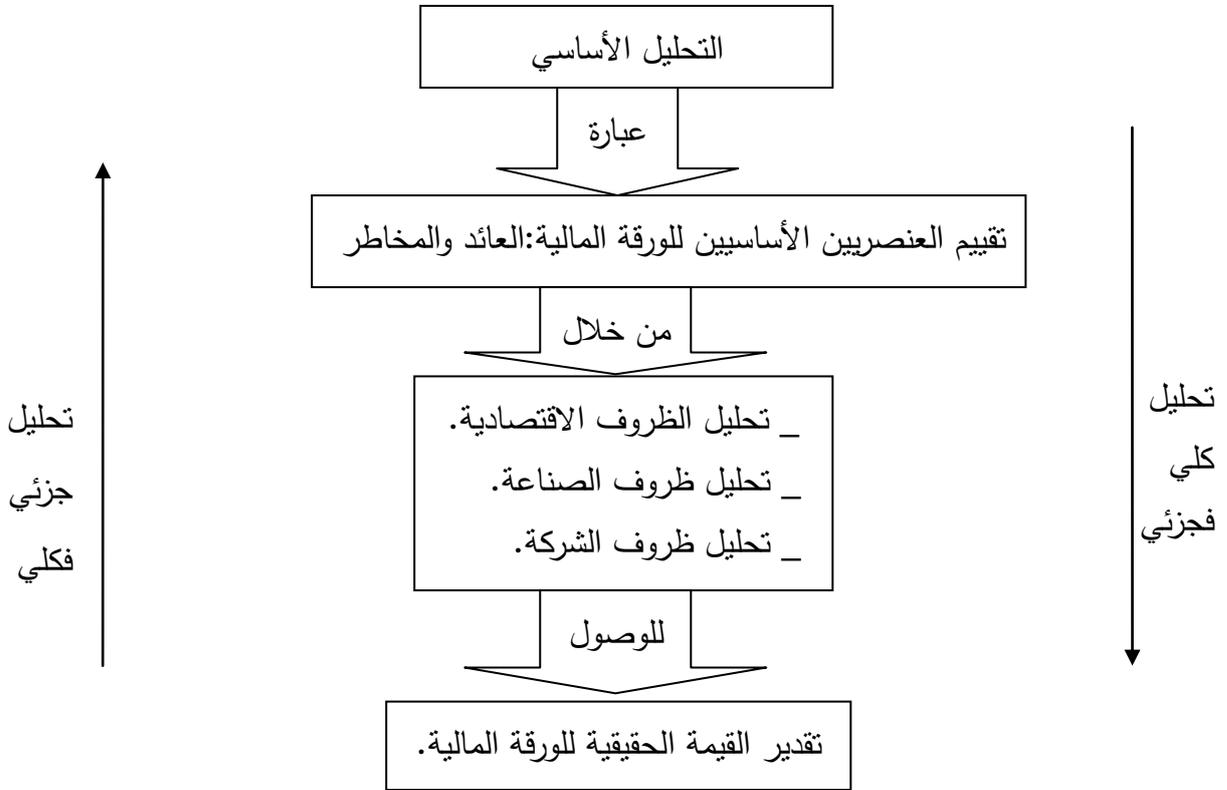
² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص ص: 248، 249.

يستند المحلل المالي على مدخلين أساسيين في تحليل وتقييم أداء أسهم الشركات، في حين اكتسب التحليل المالي أهمية كبيرة في تقييم أداء وأسهم الشركات من خلال مجموعة من الأهداف يسعى المحلل الى تحقيقها.
أولاً: المنهج:

هناك مرحلتان يعتمد عليهما التحليل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية هما¹:

المدخل الأول: يدعى بالتحليل من أعلى من أسفل التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع الصناعة ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.
المدخل الثاني: يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الإستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع الصناعة وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من الأسفل إلى الأعلى، ويمكن تلخيص مدخلي التحليل الأساسي في الشكل الآتي:

شكل رقم:07: الإطار العام للتحليل الأساسي.



المصدر: عديلة مريم، إستعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمؤشرات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، 2009-2010، ص:62.

يمكن على ضوء ماسبق إختيار الأسهم الملائمة داخل كل قطاع، وتسمى هذه الطريقة التي بموجبها يتم التنبؤ بالمبيعات والأرباح بمدخل التنبؤ من أعلى إلى أسفل، في حين المدخل الثاني والذي يستخدمه المحلل المالي يسمى بمدخل التحليل من أسفل لأعلى، حيث يبدأ بالتحليل وفقاً لهذا المدخل التنبؤ بالمبيعات والأرباح لمختلف

¹ عديلة مريم، إستعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمؤشرات المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، 2009-2010، ص:62.

الشركات داخل القطاعات الصناعية، وبهذا نجد أن التحليل الأساسي يركز على تحديد أي من الأسهم يتم شرائها، بصرف النظر عن قطاعات النشاط الاقتصادي أو الصناعي التي تنتمي إليها هذه الشركات¹.

ثانياً: أهداف التحليل الأساسي: يهدف هذا التحليل إلى:²

- _ دراسة وتفسير كل المتغيرات الاقتصادية والتي من الممكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، بهدف تحديد القيمة الحقيقية للشركات والقيمة العادلة لأسهمها، حيث تعتبر أهم طرق تقييم الشركات، لأنه يأخذ بعين الاعتبار الأداء التاريخي للشركات وتوقعات الأرباح والمبيعات المستقبلية.
- دراسة المناخ الاقتصادي بشكل متكامل من خلال وضع الاقتصاد الكلي وذلك من خلال تحليله ودراسته لبعض المؤشرات مثل: معدل التضخم ومعدل الفائدة ودراسة المعلومات والمؤشرات المرتبطة بالمناخ الاستراتيجي والسياسي، وإنفاق المستهلك والضرائب، حيث يهدف التحليل الأساسي من هذه الدراسة إلى معرفة المناخ الاقتصادي والاستثماري الذي تعمل فيه الشركات.
- _ يهدف إلى دراسة حالة القطاع الذي تعمل فيه الشركة، من خلال وصف حالة القطاع الذي تنتمي إليه الشركات التي يقوم بتحليلها، حيث أن الشركة هي جزء من القطاع، وبصفة عامة من الصعب أن تجد الشركة منتعشة في قطاع يعاني من أزمات ولذلك فإن التحليل الأساسي يدرس وضع القطاع معتمد على معدلات النمو.
- _ يهدف التحليل المالي الأساسي إلى التعرف على مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها طويلة و قصيرة الأجل، والتعرف على مدى كفاءة إدارة الشركة في استخدام المتاح لها من أصول أو موارد لتحقيق الأرباح، كما يعمل على تحليل وتقييم العوامل المالية وغير المالية والتعامل على السهم في السوق لكي يبرز الحقائق التي تختفي وراء الأرقام وتوضح جوانب القوة والضعف في اقتصاديات الشركة ومركزها المالي.
- _ وضع علاقة تكامل وظيفي بين التحليل الكمي الحديث الذي يعتمد على الأساليب الرياضية والإحصائية بهدف التنبؤ بمستقبل الشركة، والتحليل النوعي لمختلف سياساتها الإدارية ومستواها التكنولوجي وكل عنصر غير مالي يدخل في تحديد نشاطها.

_ وضع علاقة تكامل بين مختلف المؤشرات التي تقيم أداء الشركة، بهدف الخروج بتقييم عادل لأسهمها.

الفرع الثالث: تحليل الظروف الاقتصادية العامة

يمثل التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى في التحليل الأساسي، وذلك وفقاً للمدخل الذي سيسير عليه هذا الفرع.

¹ عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص ص: 219، 218.

² عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006_2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: ادارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010_2011، ص ص: 57، 56.

أولاً: السياسة المالية

ويقصد بها وسائل تمويل الإنفاق الحكومي وهي بشقين: الإيرادات والنفقات. وباعتبار أن الضرائب تمثل القاسم المشترك في أغلب ميزانيات الدول من حيث الموارد فإنها ستكون محور الاهتمام لبيان كيفية تأثيرها على أسواق رأس المال.

- في حالة انخفاض معدل الضريبة على أرباح الشركات يؤدي إلى الزيادة في أرباحها الصافية ما يعني قدرة هذه الشركات على إجراء توزيعات على حملة الأسهم وارتفاع أسعار هذه الأخيرة بالتبعية. كما أن تخفيض معدل الضريبة له أثر سلبي من حيث تقلص موارد ميزانية الدولة ما يؤدي إلى لجوء الحكومة للتمويل بالعجز وذلك عن طريق إصدار أوراق البنكنوت.

إذا كان معدل تخفيض الضريبة يعدّ أداة لتشجيع الاستثمار فإنه ليس الأداة المناسبة لذلك، فهناك تشريعات ضريبية مباشرة تشجيعية، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الإعفاءات التي يمكن أن تحصل عليها المشاريع الاستثمارية: إعفاء تحصل عليه المنشآت الجديدة التي تزاوّل نشاطها في منطقة جغرافية معينة أو تلك التي تنتمي لصناعة معينة، وآخر تحصل عليه كافة المنشآت التي توجّه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة في طاقتها الإنتاجية، فالإعفاء الأول عادة ما يتخذ شكل إعفاء كامل يمتد لعدد من السنوات، في حين يتمثل النوع الثاني من الإعفاء في نسبة معينة من قيمة الإنفاق الاستثماري الجديد.

فالتعرض إلى هاذين النوعين من الإعفاءات الضريبية قد يكون ملائماً بين مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل، وبين مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى، ففي ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل يكون إهتمام التحليل الإقتصادي بالإعفاءات الضريبية التي تغري لطبيعة النشاط تلك التي تتعلق بصناعة أو صناعات معينة، تمهيدا لإخضاعها لمزيد من التحليل في المرحلة التالية "تحليل ظروف الصناعة"، أما الإعفاءات التي تستفيد منها منشأة بعينها لكونها تمارس نشاطها في منطقة جغرافية معينة فلا تدخل في هذه المرحلة على الأقل ضمن دائرة إهتمام هذا المدخل.

وعندما يصل هذا المدخل من التحليل إلى المستوى الأخير أي المستوى تحليل ظروف المنشأة بحد ذاتها، فيتم التركيز على المنشآت فيتم التركيز فقط على المنشآت التي تنتمي إلى الصناعات التي كشف عنها تحليل ظروف الصناعة، أما المنشآت التي استقادت من الإعفاء الضريبي بسبب ممارستها للنشاط في المنطقة جغرافية معينة، فلن تدخل ضمن المنشآت التي يشملها للتحليل إلا إذا كانت تنتمي لأحدى الصناعات التي تم تحديدها في مرحلة تحليل ظروف الصناعة.

أما بالنسبة للإعفاء الذي تحصل عليه كافة المنشآت فإنه إعفاء آلي وله صفة الاستثمار ولا يمثل حدثاً فريداً لمنشآت تنتمي لصناعة معينة لذا فإن تحليل آثاره تقتضي اقتفاء أثر التوسعات في كل منشأة على حدى، وهو ما يلائم مدخل التحليل من أسفل إلى أعلى، أما في ظل مدخل التحليل من أعلى إلى أسفل فإن دخول أي من تلك المنشآت في دائرة الاهتمام مرهون بكونها تنتمي لصناعة واحدة.

ويتجلى الوجه الثاني لتأثير السياسات المالية على أسعار الأوراق المالية داخل أسواق رأس المال في الإنفاق الحكومي، فإذا ما قررت الحكومة تخفيض الإنفاق على مشروعات البنية الأساسية ما يعني انخفاض في إيرادات وأرباح بعض الصناعات مثل صناعة المقاولات، وصناعة استخراج وتجهيز المواد الخام التي تستعملها تلك الصناعات، وبما أن ربحية المنشأة هي المحور الأساسي لسعر بيع السهم في السوق فيصبح لزاما على المحلل حصر الصناعات التي تأثرت منشآتها بقرار تخفيض الإنفاق ليتسنى له التركيز عليها في المرحلة الموالية (مرحلة تحليل ظروف الصناعة).

وهكذا يتضح أن التحليل الأساسي للظروف الاقتصادية لا يهدف للوقوف على تأثير تلك الظروف على سعر منشأة ما ولكن يهدف في المقام الأول إلى تحديد الصناعة أو الصناعات التي تتأثر بتلك الظروف، تمهيدا لإخضاعها لمزيد من التحليل في المرحلة التالية مرحلة تحليل ظروف الصناعة¹.

ثانيا: السياسة النقدية

ويقصد بها مدى سيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود وعموما توجد علاقة بين السياسة النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق رأس المال، ففي دراسة لفريمان وشوارتز ثبت وجود علاقة طردية بين المعروض النقدي وبين مستوى النشاط الاقتصادي، و ذلك بسبب²:

_ ارتفاع المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة ما يشجع على الاستثمار وبالتبعية زيادة الإنتاج ومع زيادة عدد العمالة يصاحب انخفاض معدلات البطالة ما يعني وجود دخول إضافية في الاقتصاد وهو ما يؤدي إلى زيادة الطلب على المنتجات وبالتالي زيادة أرباح الشركات وبهذا ترتفع أسعار الأسهم في أسواق رأس المال وهو المحصلة النهائية لزيادة المعروض من النقود.

_ غير أن هذه الزيادة لها تأثير سلبي والذي يمثل احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون ما يعني حدوث ضغط على المصدرين وهو ما يدفع بأسعار الأسهم إلى الانخفاض³.

_ أما الاتجاه الثاني للسياسة النقدية من حيث تأثيرها على أسعار الأسهم في سوق رأس المال فيمثل عمليات السوق المفتوحة التي يقودها البنك المركزي، فدخوله للسوق على أساس شراء أوراق مالية حكومية يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الأوراق لزيادة الطلب عليها وبالتبعية وانخفاض العائد المتوقع من هذه الفئة من الأوراق، مايقود بالمستثمرين نحو شراء الأوراق المالية الخاصة بالشركات فيزداد الطلب عليها فترتفع أسعار أسهمها وتنخفض عوائدها بالتبعية.

_ ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، حيث يزيد المعروض منها وتنخفض أسعارها فترتفع عوائدها، ويتحول المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى الأوراق المالية الحكومية، فترتفع أيضا أسعار هذه الفئة من الأوراق وتنخفض عوائدها.

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص: 287_290، بتصرف قليل

² نفس المرجع السابق، ص: 291.

³ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 21_23، بتصرف

ثالثاً: معدلات الفائدة

تمثل الفائدة التعويص المنتظر من توظيف المدخرات مقابل التخلي عن الإنفاق الحالي، وكلما كانت مدة التوظيف طويلة، كان التعويص المترتب عنها ممثلاً في الفائدة كبيراً، وهناك علاقة وثيقة بين معدلات الفائدة ومعدلات التضخم، فعلى المستثمر الراغب في توظيف أمواله أن يتطلع إلى معدلات فائدة أعلى من معدلات التضخم للحفاظ على قدرته الشرائية، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يترتب عنه ارتفاع معدلات الفائدة والعكس صحيح.

_ لمعدلات الفائدة أهمية قصوى في تقييم الأوراق المالية في البورصة والتي تشكل الأسهم والسندات أبرز ورقتين مالييتين فيها، فنظراً لمستوى المخاطرة الكبيرة للأسهم فمن الضروري أن تقدم هذه الأخيرة عائداً أكثر أهمية من السندات، وما يسمى بعلاوة المخاطرة، ويقوم المستثمر في سبيل تحقيق التوافق بين الربحية والمخاطرة بمقارنة علاوة المخاطرة الموجودة بين هذين الورقتين المالييتين ليقوم بعد ذلك بإجراء المراجعة بينها بحسب مستوى علاوة المخاطرة ويؤدي ارتفاع معدلات الفائدة لعوائد أفضل بالنسبة للسندات وبالتالي انخفاض مستوى علاوة المخاطرة لديها، ما ينجم عنه تحول المستثمرين من شراء الأسهم إلى توظيف رؤوس أموالهم في السندات، وبالتالي فإن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلباً على سوق الأسهم، بينما يؤدي انخفاض هذه المعدلات إلى انتعاش هذه السوق.¹

رابعاً: مؤشرات الاقتصادية الكلية

يعرض الجدول التالي تأثير المؤشرات الاقتصادية على حالة سوق الأسهم:

جدول رقم:06: تأثير المؤشرات الاقتصادية على أداء سوق الاسهم.

المتغيرات الكلية	الأثر على سوق الأسهم
1_ التضخم:	ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للنقود وهو ما يدفع بالمستثمرين إلى المطالبة برفع معدلات العائد الاسمية لتغطي التآكل الذي أحدثه التضخم في قيمتها وهذا عادة ما يكون مستحيل في حالة الأوراق المالية ذات العائد الثابت، وبالتالي فإن أحسن أسلوب للاحتياط ضد التضخم هو الإستثمار في الأسهم العادية لا يجب إغفال أثر السياستين النقدية والمالية في هذه الحالة.
2_ التغير في معدلات البطالة:	يرافق ارتفاع مستوى التوظيف انخفاض في معدلات البطالة وزيادة في الدخل وبالتالي زيادة في الطلب، وهو ما يشجع الشركات على الإستثمار ومستويات الإنتاج لذلك يتوقع المستثمر أن يرافق انخفاض معدلات البطالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية بشكل عام الأسهم الخاصة، أما بالنسبة للسندات فالأمر مرتبط بحجم الادخار (C _ Y) والمودعة لدى البنوك التجارية، فهي ستحدد سعر الفائدة المطلوب على القروض والمقدم على الودائع، وبالتالي تحدد اتجاه الطلب على السندات أما في حالة ارتفاع معدلات البطالة يحدث العكس.
3_ أسعار الصرف:	تحتل هذه الأسعار مكانة هامة في القرارات الإستثمارية الأجنبية حيث أن تخفيض أو رفع قيمة العملة المحلية أو عملة البلد الذي يتم فيه إستثمار الأوراق المالية يؤدي إلى تغير قيمة العائد المنتظر من هذا

¹ سامي مباركي، مرجع سابق، ص ص: 77، 78.

الإستثمار، فإذا قام مستثمر بشراء أسهم أمريكية وارتفعت الأسعار خلال سنة بمعدل 10% فالمتوقع إذن تحقيق أرباح رأسمالية قدرها 10% عند بيع هذه الأسهم في نهاية العام، لكن انخفض سعر صرف الدولار ب 10% مقابل الأورو فإن المستثمر الفرنسي لن يحقق فعليا الربح الرأسمالي المنتظر، والعكس إذا ارتفعت قيمة الدولار ب 5% فهذا معناه أن الربح الحقيقي الذي يحققه المستثمر هو 15% بدلا من 10%.

Source: vailles, Rodolphe, Savoir investir en bourse internet, 2eme édition, Vuibert, France, 2005, pp: 101 ,102.

الفرع الرابع: تحليل ظروف الصناعة

عادة ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة الى مسألتين: تعريف الصناعة وتصنيفها، ثم الأدوات الأساسية

لتحليل هذه الظروف.

أولا: إطارها الأساسي

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ينبغي أولا تعريف الصناعة ذاتها فعادة ما ينصرف معناها إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها وفي ظل تنوع الخطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة إلى حد كبير، فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعا منافسة لما تنتجه الصناعة¹.

بحيث تهدف عملية تحليل الظروف الصناعة إلى تمكيني المستثمر من اختيار الصناعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتصرة، والمعروف أن الصناعات في أي بلد في العالم لا تستفيد من الازدهار ولا تتأثر بالركود الاقتصادي بدرجة نفسها، فقد تتأثر بالازدهار صناعة معينة على سبيل المثال، ولا تتأثر أخرى بتلك الحالة الاقتصادية، أو تتأثر لكنها بللدرجة مختلفة، وهكذا في حالة الركود.

إن التحليل الأساسي للقطاعات الصناعية المختلفة يمكن المستثمر من اختيار القطاع الاقتصادي المناسب الذي يتوقع له الازدهار والنمو والربحية المشجعة للاستثمار، وبعدها ينتقل إلى تحليل الشركات العاملة في القطاع الصناعي المختار لكي يتم التعرف على أفضل الشركات الناجحة في هذا القطاع².

ثانيا: أدوات تحليل ظروف الصناعة.

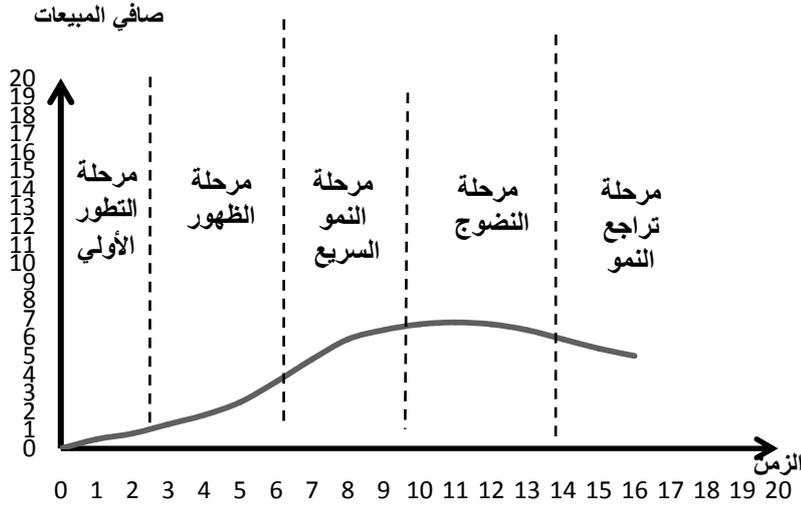
2-1-دورة حياة الصناعة:

يعتمد تحليل ظروف الصناعة على كثير من الأدوات، ولعل ملاحظة تطور الصناعة بمرور الزمن وتقسيم عملية تطويرها إلى مراحل شبيهة بالمداخل التي يمر بها الإنسان، وقد يختلف عدد هذه المراحل وفقا لمقدار التفصيل الذي يريده المحلل، وغالبا يوجد نموذج مكون من خمس مراحل كما هو موضح بالشكل الآتي:

شكل رقم:08: دورة حياة الصناعة.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 330.

² عصام حسين، مرجع سابق، ص ص: 159، 160.



المصدر: طارق، عبد العال، حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000 ص:67.

ولتوضيح مدى مساهمة مراحل دورة حياة الصناعة في عملية تقدير المبيعات سيتم وباختصار وصف هذه

المراحل كآتي:

مرحلة التطور الأولي: وهي مرحلة تشمل عمليات البحث والتطوير حتى الوصول إلى المنتج النهائي، وعادة ما تكون المبيعات خلال هذه المرحلة معدومة يرافقها عمليات إطلاق أولية للمنتج في شكل تجريبي لمعرفة ردة فعل المستهلكين.

مرحلة الظهور: تبدأ هذه المرحلة بعد بدأ العملية التسويقية وخلالها تحقق الصناعة مبيعات متواضعة وهوامش ربح قليلة حيث أن سوق هذه الصناعة، وتحمل الشركة تكاليف إطلاق المنتج وتصنيعه والحملة الدعائية الكبيرة تفوق بكثير المبيعات.

مرحلة النمو السريع: في هذه المرحلة تطهر نماذج أو موديلات مختلفة من المنتج ويزداد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتزداد معه الأرباح المتولدة، وغير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل المزيد من المعدات الجديدة، كما أن ارتفاع حجم المبيعات والأرباح يزيد من جاذبية هذه الصناعة ويشجع منافسين جدد على الدخول إليها ما يؤدي إلى زيادة حدة المنافسة وبالتالي تنسحب بعض الشركات من الصناعة لتبقى الشركات الكبرى والقوية القادرة على الإستمرار.

مرحلة النضوج: تنتهي مرحلة النمو السريع باستقرار حجم المبيعات و الأرباح حيث يكون السوق قد تشبع تماما وتكون معدلات الأرباح أقل من المرحلة السابقة لكن معدل نمو الصناعة يبقى مرتفعا مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد وتستمر الوضعية على هذا الحال حتى يحدث تغيير في أذواق المستهلكين، وتتمكن الصناعة من فتح أسواق جديدة وإلا ستدخل الصناعة في المرحلة الأخيرة¹.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص:68.

مرحلة تراجع النمو "الهبوط": في هذه المرحلة تنخفض المبيعات الصناعية بسبب التغير في الطلب أو نمو البدائل وزيادة المنافسة وتستمر الضغوط على الهوامش الربح وتحقق بعض الشركات أرباحاً منخفضة، كما يحقق البعض الآخر خسائر¹.

2_2_ التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يمكن التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة عن طريق تحليل الطلب الفعلي القدرة + الرغبة + المقدرة والوقوف على العوامل المؤثرة عليه، ومن أكثر الأساليب انتشاراً في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، تحليل الانحدار المتعدد²، والذي يقتضي إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم المبيعات الصناعية "متغير تابع" وبين العوامل المؤثرة "متغيرات مستقلة"، وهكذا كما هو مبين في العلاقة الآتية³:

$$\Delta x = a +$$

حيث: Δx = القيمة المطلوبة من السلعة x

a = قيمة ثابتة.

px = سعر الوحدة الواحدة من السلعة x .

Y = دخل المستهلك.

Pz = أسعار سلع أخرى مكملة أو بديلة.

b_1, b_2, b_3 = معامل النموذج وهي المعاملات الواجب تقديرها.

2-3 التنبؤ بمعدل الربحية: ينبغي توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها خلال تحليل الانحدار بشكل يسير عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل⁴، ولا ينبغي على المحلل الاعتماد على الأرقام التاريخية فقط بل ينبغي أن تكون له رؤيته الخاصة عن مستقبل الصناعة على ضوء دورة حياة المنتج ومستوى المنافسة والظروف الاقتصادية وغيرها من العوامل الأخرى التي سبق التعرض لها⁵.

كل ما سبق بين مدى أهمية وضرورة تحليل ظروف الصناعة قبل الإقدام على الاستثمار في أي شركة من الشركات صناعة معينة، كما يتبين أهمية الربط بين تحليل الظروف الاقتصادية، على إعتبار أن الصناعة جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي كما أن قياس وتحليل ظروف الصناعة له فائدة في التنبؤ بالمخاطر المستقبلية والتي تعكس مدى تأثير الصناعة بالأحداث والاتجاهات الاقتصادية من حيث التعرف على الصناعات الواعدة، إلا أن أداء الشركات داخل هذه الصناعات لا يكون متماثلاً، لذا يجب على المحلل أن يقوم بتحليل الشركات الفردية في الصناعة بعد تحليل ظروف الصناعة.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 69.

² سمية بلجبلية، مرجع سابق، ص: 98.

³ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 109.

⁴ محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 109.

⁵ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص: 98.

الفرع الخامس: تحليل المؤسسة

ويهدف المحلل من تحليل الشركة أو المؤسسة الى التأكد من أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركات الجيدة هي استثمار جيد لأن تحليل خصائصها الداخلية ليس له أساس لاتخاذ قرار الشراء.

أولاً: معايير تصنيف الشركات

تصنف الشركات على أساس معايير عدة أهمها¹ :

أ- **نشاط الشركة:** تعتبر معرفة نشاط الشركة محددًا أساسيًا لشراء أسهمها، لذلك يهتم المحلل الأساسي بالتعرف على منتجات الشركة والزيائن المستهدفون، ثم يقوم بدراسة المنتجات البديلة والتي يمكن أن تشكل منافستها خطراً كبيراً على مبيعات الشركة، كما يجب دراسة الموردين وقدرتهم على رفع أسعار المواد الأولية وتعطيل حركة الإنتاج وفي الأخير من المفيد دراسة العلاقة بين النشاط الداخلي للشركة والدورة الاقتصادية ومدى مرونة أصول الشركة وقدرتها على تغيير نشاطها في حال تعرضها لآزمات، ودراسة نشاط الشركة علمية دقيقة ومعقدة ومكلفة، تتطلب إلماماً جيداً بالكثير من التخصصات كالتسويق، الإحصاء، المناجمنت.

ب- **حجم الشركة:** يعتبر حجم الشركة عامل أساسي في التعرف على المخاطر المرتبطة بكل ورقة مالية، فالشركات العملاقة تمنح مستوى أعلى من الأمان ولا تتعرض لنفس المخاطر التي تتعرض لها الشركة ذات الحجم المتوسط، كما أن الشركات الصغيرة عادة ما تكون مستويات المخاطر فيها مرتفعة وبالتالي يرتفع معدل العائد المطلوب لتعويض هذه المخاطر².

ج- **خصائص الإدارة:** يمكن للمستثمر أن يقيم مدى كفاءة وخصائص ونوعية الإدارة من خلال تتبع أداء الشركة في الماضي والاطلاع على الجرائد بتقييم الكفاءات الإدارية، فمن المفترض أن الشركة التي يديرها مديرون أكفاء، سوف تحقق المزيد من الأرباح وبالتالي تحقق الأهداف المخططة سواء بالنسبة للمبيعات أو الأرباح مقارنة بالشركات ذات الطاقم الإداري السيئ³.

د- **المواد الأولية:** إن التغيرات في أسعار المواد الأولية ارتفاعاً أو انخفاضاً سيؤثر بشكل أو بآخر على حركة الأسعار والأسهم في هذه الشركات، والبعض من هذه الشركات مرتبط ارتباطاً كبيراً بالمواد الأولية، كما هو الحال بالنسبة لمنتجات مواد معينة كالورق، الذهب، البترول لذلك فحركة الأسعار في البورصة مرتبط إلى حد كبير بتطور أسعار المنتجات، غير أن تغير أسعار هذه المواد ليس دائماً ذو أثر سلبي على الشركة لأن انخفاض الأسعار يساعدها على تحقيق أرباح أكبر لانخفاض التكلفة⁴.

المطلب الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية

يركز هذا النوع من التحليل على دراسة السجل الماضي للتغير في السعر الذي يباع به السهم، والهدف هو إكتشاف نمط لهذا التغير يمكن المحلل من خلاله استخلاص نتائج تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه السعر مستقبلاً.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 101.

² سمية بلجبلية، مرجع سابق، ص: 98.

³ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 262.

⁴ سمية بلجبلية، مرجع سابق، ص: 98.

الفرع الأول: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة للتنبؤ الاقتصادي مستقبلاً.

أولاً: تعريف المؤشرات

1_ مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية: تتعدد التعاريف المقدّمة لمؤشرات الأسواق المالية، ولكن يمكن تعريفها كالآتي:

- 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 بمثلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى¹، ويمكن وصف حالتين أساسيتين للمؤشر²:

* **مؤشر في حالة الإرتفاع:** عندما يكون مؤشر معين في حالة الصعود، عندها نكون في سوق المال الصعودي، وحينها يكون معدل المردودية الذي يحققه سوق الأسهم أكبر من مردودية الإستثمار في سوق السندات.

* **مؤشر في حالة الإنخفاض:** عندما يكون المؤشر في حالة التراجع نكون في حالة السوق النزولي، وحينها يكون معدل المردودية الذي يحققه سوق الأسهم أقل من مردودية الاستثمار في سوق السندات.

ثانياً: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

لمؤشرات أسواق الأوراق المالية استخدامات عديدة³:

_ إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: القاعدة العامة أن حركة مختلف أسعار الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الإتجاه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر السهم والتغير الذي يطرأ على مؤشر الأسعار، والذي هو انعكاس لحركة الاسعار كافة الاسهم المتداولة في السوق، وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة الأوراق المالية إيجاباً وسلباً بمجرد معرفته لإتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق.

_ الحكم على أداء المديرين المحترفين: أي المدير الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع ويكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

_ التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: إذ أنه بإمكان المحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات وقد يمكنهم مقدماً التنبؤ بما سيكون عليه حالة السوق في المستقبل وهذا الأمر من شأنه أن يؤدي الى إتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت السليم⁴.

¹ P. Topscalian, Les indices boursières sur action, Economisa, France, 1996, P:9

² إلياس بن داسي، يوسف قريشي، التسيير المالي "الادارة المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:445.

³ عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار الكتب والوثائق العمومية، مصر، 2010، ص:281

⁴ عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع،

مصر، 2010، ص:269

_ **تقدير مخاطر المحفظة:** بحيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الإستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على المحفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق¹.

ثالثاً: أساليب بناء المؤشرات

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها جميعاً تقوم على أسس هي: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

_ **ملائمة العينة:** تعرّف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بلقبها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاث جوانب هي:

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

* **الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق²، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهمها لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تحيز

* **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي السوق الأساسي التي تتداول فيها تلك الأوراق وتحسب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة سعر الإقفال مثلاً في تلك البورصة³.

_ **الأوزان النسبية:** ويقصد بها القيمة النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي:

* **مدخل الوزن على أساس السعر:** وبحسب على أساس نسبة سعر سهم المؤسسة إلى مجموع أسعار أسهم المؤسسات الأخرى التي تدخل في حساب المؤشر⁴.

ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده والذي قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأسماله، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم⁵.

* **مدخل الأوزان المتساوية:** لا يعطي هذا المدخل أهمية لسهم على حساب آخر، حيث يحسب كل معدل ترجيح بالمساواة مع الأسهم الأخرى الداخلة في حساب المؤشر⁶.

يعاب على هذا المدخل على أنه لا يُؤخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساوياً في السنة الأولى، فلن هذا التساوي دائماً ما يختفي مع التغير في الأسعار⁷.

¹ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 248.

² حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، السنة الثالثة، الكويت، مارس 2004، ص: 8.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص: 42.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف، قرشي، مرجع سابق، ص: 447.

⁵ P. Topscalian, opsit ,P: 09.

⁶ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص: 447.

⁷ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 254.

*مدخل الوزن على أساس القيمة : أي إعطاء وزن على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، مما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر¹.

ويعاب على هذا المدخل أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه، يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغيير².

_ طريقة حساب المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي يحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية في معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي، ومجموعة أخرى يحسب على أساس متوسط أسعار السهم التي يتكون منها المؤشر، وقد يكون من الأفضل على المستثمر التعرف على طريقة حساب قيمة المؤشر³، فالمؤشر المحسوب على أساس المتوسط الحسابي، يسفر عن معدل عائد يختلف عن العائد من مؤشر مماثل محسوب على أساس المتوسط الهندسي الذي توضحه المعادلة*، إلى جانب أن الصورة التي يظهر بها العائد مؤشر محسوب على أساس الأرقام القياسية، يختلف عن الصورة التي يظهر بها العائد مؤشر محسوب على أساس المتوسطات.

$$H = \sqrt[n]{X_1 \cdot X_2 \cdot \dots \cdot X_{N-1} \cdot \dots \cdot X_N} \dots \dots \dots *$$

حيث:

H: المتوسط الهندسي.

n: حجم العينة، أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر.

X: سعر السهم⁴.

الفرع الثاني: فلسفة التحليل الفني

يقوم التحليل الفني ان للورقة المالية قيمتان بورصية تتحدد تبعا لقوى العرض والطلب، وأخرى محورية يتم حسابها وفقا لعدة نماذج و نظريات، بحيث أن الفرق بين هاتين القيمتين يحدّد القرار الذي يجب على المستثمر اتخاذه.

يقصد بالتحليل الفني دراسة حركة السوق من الرسومات البيانية بغرض التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص: 42.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 256.

³ حسان خضر، مرجع سابق، ص: 8.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص: 254.

⁵ J. John Murphy, Technical analysis of the Financial Market ,New Work Institute of Finances Prentice Hall, USA, 1999,

كما يعرف أنه فنّ التعرّف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف اتخاذ قرارات استثمارية تتناسب ومسار الأسعار¹، فهو بذلك يركز على دراسة حركة أسعار الأسهم، حجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل².

ويقوم هذا المدخل على خمس فرضيات متمثلة فيما يلي³:

_ تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس قوى العرض والطلب.

_ أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، والبعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك العوامل يدخل في نطاق إهتمام التحليل الأساسي، ومنها ما يتعد عن هذا النطاق مثل مزاج المستثمرين، والتخمين.....

_ يعطي السوق آليا وبصفة مستمرة وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.

_ بإنشاء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر على ذلك لفترة طويلة من الوقت.

_ التغيرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تغير من اتجاه الأسعار.

وإذا كان كل من الفرضيتين الأولى والثانية مقبولتين سواء من الفنيين أو غيرهم، لأن أيًا كان يوافق على سعر الورقة "سلعة أو خدمة" يتم تحديد همن خلال تفاعل قوى العرض والطلب، بالإضافة الى ذلك فان هناك عدة متغيرات تحكم العرض والطلب، وإن كان البعض يعتقد ب أن التغيرات الرشيدة لا يمكن لتأثيرها أن يستمر⁴، وأن التأثير طويل الأجل على قوى العرض والطلب مرجعها التغيرات الرشيدة وحدها وأخيرا فإنه لا خلاف على أن السوق يعطي لكل متغير بصفة آلية ومستمرة، أما الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني فتبدأ مع الفرضية الرابعة المتعلقة بمدى استجابة أسعار الأسهم للتغيرات التي تطرأ على قوى العرض والطلب، فالبعض يعتقد أن المعلومات الجديدة والواردة الى السوق التي من شأنها أن تحدث تغيرا في العلاقة بين العرض والطلب لا تأتي للسوق خلال لحظة معينة وإنما عبر فترة زمنية، فقد يعود السبب إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة ويتخذون على أساسها قراراتهم الاستثمارية قبل غيرهم من المستثمرين⁵، والشكل الآتي يبين لنا الإطار العام الذي يعمل فيه التحليل الفني:

¹ عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الخامسة، سبتمبر 2006، ص:47

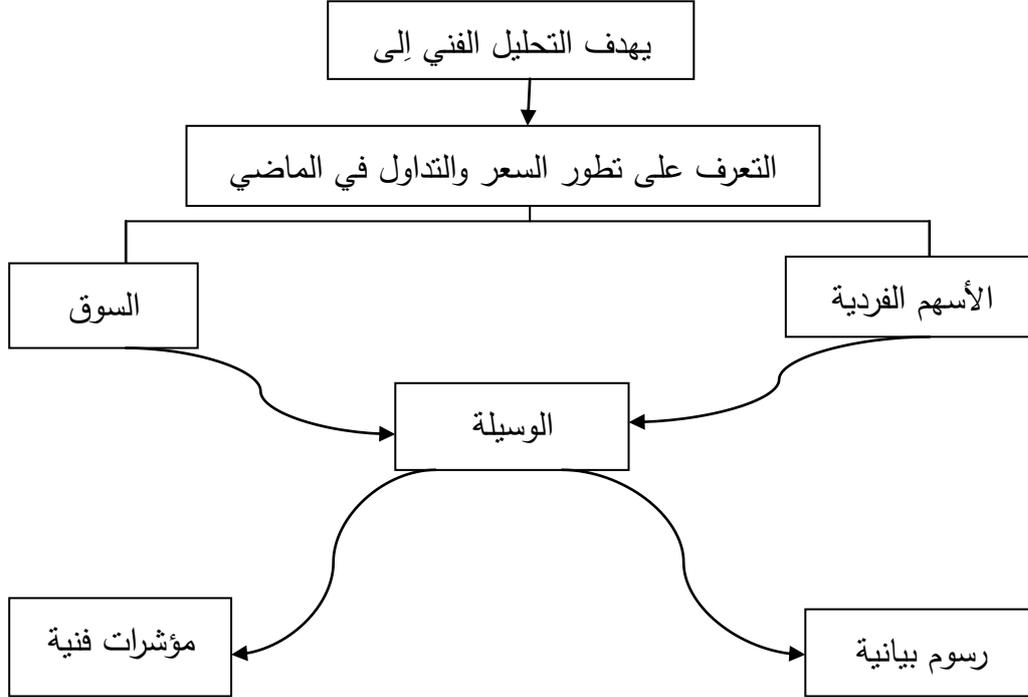
² عصام حسين، مرجع سابق، ص:162.

³ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:422،423.

⁴ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:299.

⁵ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص:423،424.

شكل رقم:09: إطار عمل التحليل الفني



المصدر: فاتح مناع، دور التحليل الفني في ترشيد القرار الاستثماري دراسة حالة سوق الاسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: بنوك وبنميينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2008، ص:8.

من هذا الشكل يتبين لنا بوضوح إطار عمل التحليل الفني فهو يهدف أساسا إلى التعرف على الإتجاهات المستقبلية لتطور الأسهم الفردية وحركة إتجاه السوق معتمدا في الأساس على التطور السعري للتداول في الماضي مستخدما رسوماً بيانية ومؤشرات فنية¹.

أ- الافتراضات:
- تحديات التحليل الفني: تم توجيه إنتقادين للتحليل الفني وذلك في مجالين هما²:

يرتكز الإعتراض الرئيسي للتحليل الفني على فرضية السوق الكف أة، فوفقا للقواعد الفنية فإن المعلومات لا تنعكس بسرعة على حركة الأسعار وبالتالي تفترض أن السوق غير كفي، بينما تؤكد معظم الدراسات التي تناولت فرضية السوق الكفاء بشكله الضعيف أن المعلومات تنعكس بسرعة على أسعار الأسهم، وبالتالي لا يتمكن أي من المستثمرين من تحقيق أرباح غير عادية من خلال إستغلال المعلومات التاريخية.

ت تحدي قواعد التعامل الفني:

-إن النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين متغيرات سوق معينة و أسعار الأسهم قد لا تتكرر، وبهذا فإن الأسلوب الذي وُق من قبل يمكن أن يفشل في دورات السوق التالية، ما دفع بالمحللين الماليين إلى إتباع أكثر من قاعدة فنية تقود إلى إتفاق بينها يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي.

¹ فاتح مناع، مرجع سابق، ص:8.

² طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:301،302.

_ نماذج الأسعار المحددة وفقا للتحليل الفني تنبؤات ذاتية التنفيذ، بمعنى أن تصرفات العديد من الفنيين قد يدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به، ولكن هذا السعر سوف يكون مؤقتا وسرعان ما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي.

_ نجاح قواعد التعامل الفني يشجع المستثمرين على تنبئها، هذه المنافسة بين المستثمرين سوف تجعل قيمة هذا الأسلوب متعادلة وإذا قام العديد من المستثمرين بالتركيز على قاعدة فنية واحدة للتعامل، فإن البعض منهم سوف يحاول توقع ما سيحدث قبل النموذج المكتمل للسعر، أو يدمر نموذج السعر التاريخي المتوقع أو أن تنخفض الأرباح من معظم مستخدمي هذه القاعدة الفنية بواسطة تغيير السعر بصورة أسرع مما كان متوقعا عن طريق نشر هذه المعلومات بين عدد كبير من المستثمرين.

_ يجب على المحللين الفنيين تطوير قواعد التعامل الفني والتي تتخذ على أساسها قرارات الإستثمار، وبما يتناسب مع الظروف البيئية الجديدة.

الفرع الثالث: أدوات التحليل الفني

يوفر التحليل الفني للمستثمر عددا هائلا من المعلومات والبيانات التي تساعده على إتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت المناسب، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى قسمين: أدوات تحليل لغرض التنبؤ بحركة السوق، وأدوات تحليل لغرض التنبؤ بحركة الأسهم .

أولا: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة السوق

تتحرك الأسعار في بورصة الأوراق المالية على المدى الطويل ارتفاعا أو إنخفاضاً، لذلك يكون اتجاه السوق هو العامل الأساسي في تحديد وقت شراء أو بيع الأوراق المالية، الأمر الذي بنيت عليه طرق وأساليب فنية تفيد في التنبؤ بحركة السوق ككل، وهذا ما سيتم التطرق إليه بنوع من التفصيل في هذه النقطة كما يلي:

1_ نظرية داو:

تعد نظرية داو الأساس الذي يقوم عليه التحليل الفني، ويعود الفضل في إكتشافها إلى تشا رلز داو سنة 1887 والذي قام بتطوير أكثر المؤشرات السوقية إستخداما، هما: مؤشرات الشركات الصناعية ومؤشرات صناعة السكك الحديدية، وقد نسب تشارلز داو هذه النظرية بإسمه من خلال سلسلة من البحوث في جريدة "وول ستريت" خلال الفترة 1900_ 1902 وتهتم هذه النظرية بإستخدام الإتجاهات العامة للسوق، ولا تستخدم في التنبؤ بأسعار الأسهم¹.

1-1- فرضيات النظرية: تقوم نظرية داو على ست فرضيات أساسية تتمثل في:²

- سلوك السوق بتجاهل كل شيء: بمعنى أن أي شيء يمكن أن يؤثر في السعر سواء كان العامل إقتصاديا أو نفسيا وهو ما سينعكس على سعر السوق، لهذا يمكننا القول بان دراسة سلوك تحرك الأسعار هو كل ما هو مطلوب فالمحلل الفني لا يشغل نفسه بالسبب وراء ارتفاع وانخفاض الأسعار.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:127.

² نفس المرجع السابق، ص:127.

- للسوق ثلاثة اتجاهات:

- _ اتجاه رئيسي أو أولي مدته سنة أو أكثر.
- _ اتجاه متوسط يستغرق بين ثلاث أسابيع وثلاثة أشهر، وهو يمثل حركة تصحيحية تتراجع فيها الأسعار من ثلث الى ثلثي المسافة التي قطعتها من قبل في اتجاهها الرئيسي الأولي.
- _ اتجاه ثانوي عبارة عن ردود أفعال قصيرة المدى مدتها عادة ما تكون أقل من 20 يوم وهو ما شبه بالمد والموجة والموجة على التوالي.¹

- مراحل الاتجاه الرئيسي:²

- المرحلة الأولى: تبدأ بشراء مكثف من جانب المشاركين في السوق الذين لديهم معلومات عن الاتجاهات القوية للاقتصاد والطبيعة التسويقية.
- المرحلة الثانية: تتصف بزيادة الأرباح للشركات وتحسين ظروف الاقتصاد وهنا يتجه المستثمر الى زيادة تراكم الأوراق المالية.

- المرحلة الثالثة: تتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالاتها.

- مؤشرات السوق يجب أن تؤكد بعضها البعض: لا يمكن تأكيد حدوث إنقلاب في الاتجاه العام على المدى المتوسط والطويل إلا إذا أكدت مؤشرات السوق ذلك معا وفي نفس الوقت ومؤشرات السوق أنذاك في الولايات المتحدة الأمريكية كانت مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر قطاع السكك الحديدية فقط.
- حجم التداول يؤكد اتجاه السعر: يعتبر حجم التداول عاملا ثانويا إذ أن الإهتمام الأساسي يتمحور حول حركة سعر السهم، إلا أن تشارلز داو يؤكد أنه في حالة كون الاتجاه العام السائد مائلا نحو الإرتفاع في الأسعار يصطحبه حجم تداول كبير، في حين أن هذا الإنخفاض في الأسعار يكون بلأحجام تداول مهمة، أما الإرتفاع فيها يكون بلأحجام تداول منخفضة نسبيا.

- الاتجاه العام السائد يبقى مستمرا حتى ظهور إشارة تفي بعكس ذلك: يعتبر عدم صدور أي إشارة من مؤشرات التحليل الفني إستمرارا للاتجاه العام السائد.³

كما أن لشارلز داو قانونا مهما يعرف بالقانون العمومي ينص على أن الحركة الأسعار الرئيسية بسوق الأوراق المالية لإحدى الدول الصناعية الكبرى تتكرر بمرور الوقت في أسواق الأوراق المالية للدول الصناعية الأخرى، وهذا ما هو ملاحظ بالفعل في البورصات العالمية، حيث أن هناك شبه عدوى تسري بينهم حال صعود الأسعار أو هبوطها، فنجد أن الحركة في إحداها تتأثر ولو بدرجات بما يسري في البورصات الأخرى، ولعلّ ت أثر حركات الأسعار بالبورصات العالمية بعضها البعض أخذ في التزايد في ظل العولمة والخصخصة وإتباع سياسات الإقتصاد الحر وازدياد حركة رؤوس الأموال بين مختلف الدول.

¹ عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة السادسة، 2004، ص: 189

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 129.

³ عماد الدين عبد النور شرابي، إختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني "دراسة تطبيقية على أسهم عشرين مؤسسة مدرسة في C40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة الأردن، العدد 06، 2010، ص: 35.

2_ نظرية جان:

تقوم هذه النظرية على أساس العلاقة بين حركة الأسعار والوقت، إذ أنه أعطى أهمية لأدنى وأعلى سعر كونهما يلعبان دورا كبيرا في تشكيل حركة الورقة المستقبلية، فلأعلى سعر يمثل عقبة يصعب تخطيها وتعتبر نقطة مقاومة، أما أدنى سعر فيعمل كحاجز لتدهور الأسعار لمستويات أدنى، وتعتبر نقطة دعم كما أنه أعطى أهمية للدائرة للتعبير عن الزمن كونها تحتوي على 360° تمثل عدد أيام السنة، وبتقسيمها على أربعة ينتج دائرة زاويتها قائمة تعبر عن فصول السنة الأربعة كل فصل ب: 90 يوما، كما أن تقسيم نفس الدائرة على 12 يعطي 30°، كدلالة عدد الأيام في كل شهر وقد استخدم جان لقياس الوقت الأرقام الطبيعية الثابتة الناتجة عن قسمة درجات الدائرة وهي الأرقام التالية: 9,18,27,36,45,72,90,120,180,270,360.

استخدم ويليام جان في تحليله لحركة الأسعار بالأسواق شكلين هندسيين هما: الحلزون للتعبير عن السعر ، والدائرة للزمن، فالسعر يتحرك في شكل حلزوني صعودا وهبوطا، أما دورة الزمن فشكلها دائري، وتوصل جان إلى أن السعر يعكس اتجاه حركته عندما يتلاقى حلزون السعر مع دائرة الزمن¹.

3_ نظرية تراجعات فيبوناتشي:

كان فيبوناتشي مولعا بالرياضيات والمسائل الرياضية، وقد ألف كتب عديدة في الرياضيات وفي أهم مؤلفاته المسمى كتاب العد الصادر سنة 1202 وصف فيه سلسلة أرقام متتالية تعرف في الرياضيات حاليا بم تتالية فيبوناتشي، وهذه الأرقام هي: 1,1,2,3,5,8,13,21,34,55,89,144,∞...

فألي رقم من هذه المتتالية ما هو إلا حاصل جمع الرقمين السابقين له، ولهذه الأرقام العديد من الخصائص المهمة تتضح بعد أول أربعة أرقام من المتتالية بقسمة أي رقم على الرقم الذي يليه يكون الناتج 0.618 وعلى ثاني رقم يليه يكون الناتج 0.382، وعلى ثالث رقم يكون الناتج 0.236، أما قسمة أي رقم على الرقم الذي سبقه مباشرة فيكون الناتج 1.618 وعلى الرقم الذي يسبقه برقمين يكون الناتج 2.618، وكل هذه النسب تعرف بنسب فيبوناتشي، وتعدّ النسبة 1.618 القاعدة الأساسية للحلزون الذهبي وتعرف بالنسبة الذهبية، والتي تعتبر إحدى جواهر علم الهندسة، ويوضح الخط التالي النسبة الذهبية:

$$\frac{AC}{AB} = \frac{AB}{BC} = 1.618$$


هذا الخط هو أساس بناء المستطيل الذهبي الذي تتناسب جوانبه طبقا للنسبة الذهبية، فبا لإمكان قسمة المستطيل إلى مربع ومستطيل، الذي بدوره يمكن قسمته إلى مربع ومستطيل وذلك إلى ما لا نهاية حتى يتم الحصول على الحلزون الذهبي الذي يتميز بلّفه لا نهائي ويحتفظ دائما بنفس الشكل² كما يصفه الشكل الموالي:

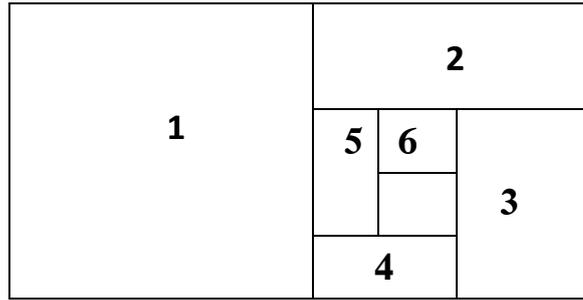
¹ عبد المجيد المهيلي، مرجع سابق، ص ص: 191_196

² تم الاعتماد على: _ عبد المجيد، المهيلي، مرجع سابق، ص ص: 200_202.

-N.Kahn, Michael, Technical analysis plain and simple ,Pearson Education, INC, New Jersey, 3rd, 2010, PP: 286,287.

_James Chen, Essentials of Technical analysis for Financial markets ,Tohn wiles and sons, INC, 2010,P:10.

شكل رقم:10:الحلزون الذهبي



المصدر: عبد الهجدي المهيلي، التحليل الفني للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة السادسة، 2004، ص:202.

4_ نظرية الموجات لـ:إيليويت:

تعود هذه النظرية إلى رالف نيلسون إيليويت والذي لاحظ أن التحركات في سوق الأسهم ببورصة نيويورك يمكن التنبؤ بها من خلال ملاحظة وتحديد أمواج للأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة¹، فحركة هذه الأسعار تتكون من مجموعة مكونة من ثماني موجات تنقسم إلى²:

_ خمس 05 موجات في الاتجاه الرئيسي سواء إلى الأعلى أو الأسفل.

_ ثلاث 03 موجات في الاتجاه المعاكس إلى الأدنى أو الأعلى عبارة عن حركة تصحيحية تتراجع فيها الأسعار، وهذه الأرقام 3،5،8 كلها أرقام فيبوناتشية.

• أساسيات نظرية الموجات: تقوم هذه النظرية على مبادئ أساسية أهمها ما يلي³:

_ أي فعل يتبعه رد فعل.

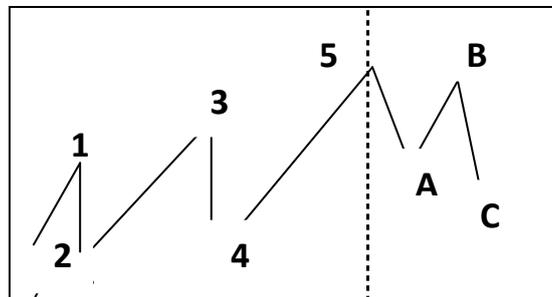
_ يوجد 05 موجات في نفس الاتجاه للاتجاه الأساسي يتبعها ثلاث موجات تصحيحية ويطلق عليها "3_5 حركة".

_ "3_5" حركة تكمل دورة، وتمثل جزئية فرعية من الـ "3_5 موجة" الصاعدة .

_ نمط الـ "3_5" يبقى ثابت خلال مدى زمني معين.

أما ال نمط الأساسي يتكون من موجات صاعدة 5 صاعدة و 3 هابطة والتي تأخذ الأرقام: 1، 2، 3، 4، 5 والحروف A, B, C في الخريطة التي يوضحها الشكل الآتي:

شكل رقم:11: دورة كاملة من ثماني موجات.



المصدر: الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، 2003 ص:133.

¹ محمد، صالح، الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002-2003، ص:132.

² عبد المجيد، المهيلي، مرجع سابق، ص: 204.

³ محمد، صالح، الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:133.

حيث:

1، 3، 5 موجات إندفاع الأسعار الصاعدة.

2، 4 الموجات التصويبية الموجتان التصحيحتان تصححان كل من الموجتين الأولى والثالثة على التوالي.

A, B, C: موجات تصويب الإتجاه الرئيسي الذي تشكّل من الموجات من 1 إلى 5 الذي يمكن أن يكون صعوديا أو هبوطيا، أما الموجات A, B, C فتتحرك عادة في إتجاه الموجات من 1 إلى 5.

ثانيا: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة الأسهم

يهتم المحلل الفني بدراسة الأنماط الماضية لأسعار الأسهم وأحجام التداول للتنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، ومن ثم تحديد الوقت المناسب لبيع أو شراء الورقة المالية، وفي هذه النقطة سيتم عرض بعض الأدوات الفنية التي تمكننا من التنبؤ بحركة أسعار الأسهم.

1_ مؤشر القوة النسبية* آر، إس، آي: "مؤشر آر، إس، آي عبارة عن مذبذب يتحرك ما بين 0 و100، ويتم حسابه على خطوتين كالآتي:

أولاً: حساب القوة النسبية RS، وهي عبارة عن متوسط أسعار الاقفال التي ارتفعت مقسوما على متوسط أسعار الاقفال التي هبطت وذلك لفترة معينة يتم إعادة حسابها لعدد أيام 9، 10، أو 14.

ثانيا: مؤشر القوة النسبية RSI، وتحسب بالعلاقة:

$$RSI = 100 - \left\{ \frac{100}{1+RS} \right\}$$

ويجري قراءة وتفسير هذا المذبذب بالطرق الخمس التالية:

- عندما يرتفع المؤشر فوق 70 أو 75 أو 80 درجة فلهذا يدخل في منطقة الإفراط في الشراء أما هبوطه إلى أدنى من 30 أو 25 أو 20 درجة فإن ذلك يفسر بحالة الإفراط بالبيع وفي كلتا الحالتين، فإنه يتوقع بناء على تحليل وايلدر، ردّة فعل في حركة الأسعار تصحح هذا الوضع، وينبغي التزام جانب الحذر عندما تصير قراءة المؤشر متطرّفة أي فوق 70 أو تحت 30، لأن أي قراءة مرتفعة للمؤشر يمكن أن تتبعها قراءة أعلى منها، وإن حالة الإفراط في الشراء ممكن أن تمتد لفترة طويلة كما أن أي قراءة متدنية لا تعني استحالة هبوط المؤشر الى درجات أدنى منها، وأن الإفراط في البيع يمكن أن يستمر أيضا لمدة طويلة، وعليه فإنه يجب عدم التسرع بالبيع أو الشراء لمجرد وصول المذبذب إلى مناطق عليا أو دنيا.

2_ خط المتوسط المتحرك:

يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في إتجاه معين، و لدراسة هذا الإتجاه يمكن حساب متوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، فعلى المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة 200 يوم وعلى المدى المتوسط قد يتم حساب المتوسط المتحرك لفترة 10 أسابيع، أما في المدى القصير فيتم حساب لأغراض المضاربة خلال مدة 10 أيام¹.

* مؤشر القوة النسبية: لا تستخدم أساسا لتحديد توقيت بيع أو شراء سهم معين، بقدر ما تستخدم في المفاضلة بين الأسهم بناء على نسبة سعر السهم إلى أحد مؤشرات السوق.

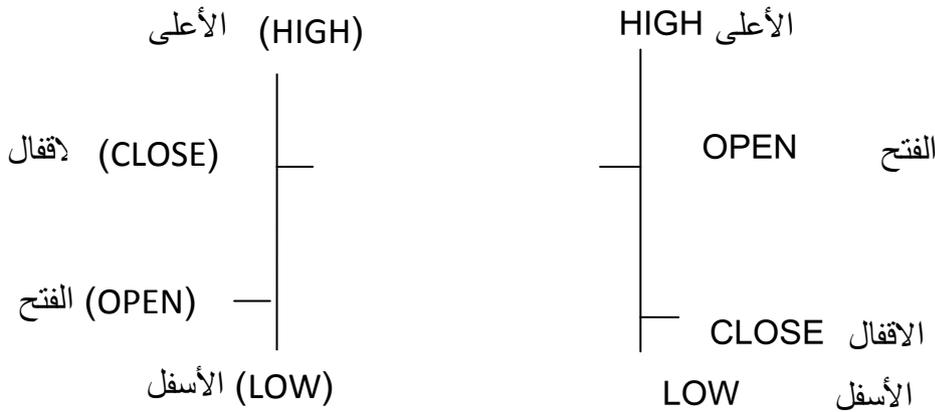
¹ محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:147.

إذن المتوسطات المتحركة مؤشر لحساب سعر السهم خلال الفترة الزمنية محدّدة، فهو مؤشر لارتفاع السوق إذا ارتفع السعر فوق المتوسط المتحرك و على إنخفاض السوق إذا هبط السعر أسفله¹.

3_ خرائط الاعمدة البيانية:

ويتم استخدامها بثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم هي: أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الإقفال و أحيانا يضاف سعر الافتتاح وذلك لفترة زمنية معيّنة ، ساعة أو يوم أو أسبوع أو شهر ، ويقوم الفنيون برسم نقاط لأعلى وأدنى سعر ثم توصيل النقطتين ر أسيا يتشكّل العمود، وكذلك بوضع علامة ناحية اليمين للدلالة على سعر الإقفال، وأخرى على اليسار للدلالة على سعر الفتح².

الشكل رقم:12: خريطة الأعمدة.



المصدر: عبد المجيد، المهيملي، حازم، الببلاوي، شركة البلاغ، مصر، الطبعة السادسة، 2004، ص:63.

4_ الخرائط البيانية "خرائط الشمعدان":

هذا الأسلوب استخدمه اليابانيون وتظهر فيه الأسعار الأربعة وقد ميز اليابانيون بين لونين من الشموع في علاقة سعر الافتتاح بسعر الإغلاق³، وفي عام 1600 طوّر اليابانيون أسلوب التحليل الفني لتحليل أسعار عقود الأرز قد أطلق عليه اليابانيون اسم الشمعدان وقد تم استخدام هذا النوع من الخرائط على نطاق واسع، حيث أصبحت هذه الخرائط أحد أهم أدوات التحليل الفني استخداما وشيوعا بين السماسرة والمحليلين الفنيين.

تستخدم هذه الخرائط لتعكس ظاهرة حركة الأسعار والتنبؤ بها في الأجل القصير 10 أيام أو أقل، ويتطلب بناء هذا النوع من الخرائط المعلومات الأساسية عن الورقة الهامشية⁴ والمتمثلة في سعر الافتتاح والإغلاق و أدنى وأعلى سعر، وبدون سعر الافتتاح لا يمكن رسم خريطة الشموع اليابانية وإذا كان سعر الإغلاق أقل من سعر الافتتاح عند ذلك تكون الشمعة فارغة غير مملوءة ودائما تأخذ اللون الأسود في الخريطة والقسم الفارغ أو المملوء من الشمعة يسمّى الجسم وغالبا ما يطلق عليه الجسم الحقيقي والخطّين الطويلين الرفيعين فوق وتحت الجسم تمثّل مدى

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص:169.

² عبد المجيد المهيملي، حازم الببلاوي، مرجع سابق، ص: 63.

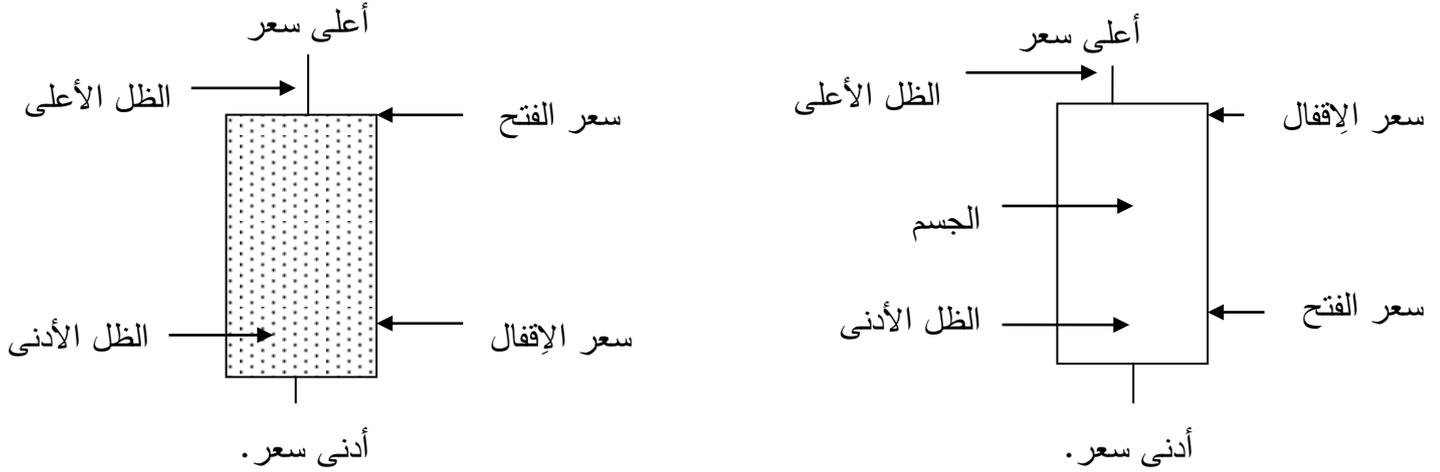
³ رائد محمود أبو طربوش، الإحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 66.

⁴ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص:158.

الإرتفاع والإنخفاض عن سعر الافتتاح والإغلاق ويُدعى هذين الخطّين بالضلال ودائمًا تدعى "الفتيلة" إذا كانت إلى أعلى أو "الذنب" إذا كانت إلى الأسفل.

-أعلى سعر يتكون بواسطة قمة الظل العلوي وأقل سعر يتكون بواسطة قاع أو نهاية الظل السفلي والشمعة البيضاء يكون فيها الإغلاق أعلى من الإفتتاح وهذا يشير إلى ضغط شراء، أما الشمعة السوداء فيكون فيها سعر الإغلاق أقل من سعر الإفتتاح وهذا يشير إلى ضغط بيع¹.

شكل رقم:13: الرموز الأساسية المستخدمة في بناء خريطة الشمعدان.



المصدر: محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإستثمار في الأوراق المالية، ص:161.

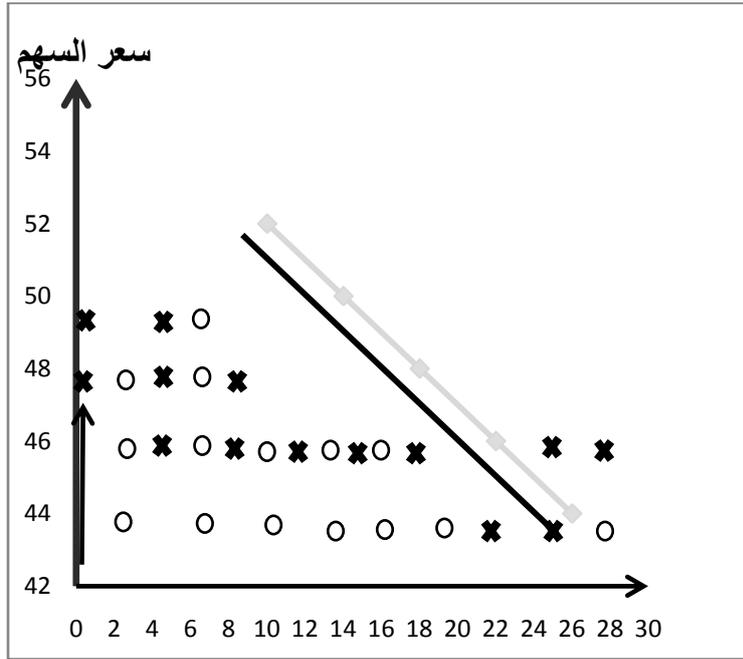
5_ خرائط النقاط والأشكال:

وفي هذه الخريطة يمثل المحور الرأسي سعر السهم، أما المحور الأفقي فلا يمثّل عنصر الزمن ولا يمثّل أي شيء آخر، ولا يسجّل السعر الجديد للسهم على الخريطة إلا إذا كان التغيّر فيه بحجم معيّن يحلّل مثل: $\frac{1}{2}$ ، 1، أو 2،.... أما النمط الأكثر شيوعاً فهو التغيّر الذي تكون قيمته وحدة واحدة وهذا يعني أن السعر لا يسجّل على الخريطة إلا إذا كان التغيّر برقم غير كسري مثل: 1، 2، 3، وإذا حقق السهم ارتفاعاً في السعر فيسجّل حرف X أمام السعر الجديد، أما إذا إنخفض السعر فيسجّل العلامة O، وفي حالة عدم تغيّر السعر فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي سعر على الخريطة².

¹ ماجد فهد العمري، مقدمة إلى الشموع اليابانية، شبكة إعلانات العرب، بدون دولة، 2004، ص:7.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص:453.

شكل رقم: 14: خريطة النقط والأشكال:



المصدر: عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003، ص: 303.

المطلب الثالث: الفرق بين التحليلين الفني والأساسي:

يقف أسلوب التحليل الأساسي للتنبؤ بتطور أسعار الاوراق المالية، الذي يرى أن الأسعار الظاهرة في السوق ليست سوى نتيجة لعوامل حقيقية ترتبط بالعرض والطلب، وبالتالي فإن هذا التحليل يهتم بالبحث في أسباب حركة السعر فيما يختص التحليل الفني في الكشف عن آثار هذه الأسباب، كل هذه الاختلافات وأكثر تظهر في الجدول الموالي:

جدول رقم: 7: نقاط الاختلاف بين التحليل الفني والأساسي.

المعيار	وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
01	الافتراضات	أن يكون سوق رأس المال كفوئاً على الأقل في شكله الضعيف.	أن القيمة السوقية للأسهم تتحدد من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، كما أن العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي، حيث سوق رأس المال غير كفاء، كما أن التحرك من سعر توازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.
02	المنهج	فالتحليل الأساسي يعتمد على دراسة ماكرو اقتصادية تتمثل في تحليل كافة الظروف المؤثرة على أداء المؤسسة، وأخرى ميكرو اقتصادية تتمثل في تقييم الحالة النفسية للمستهلكين، تقييم الوضعية الداخلية للمؤسسة بدءاً بحالتها المالية،	أما التحليل الفني فهو يهمل كافة العناصر التي يتناولها التحليل الأساسي ويركز فقط على دراسة تحليل حركة سعر السهم عبر الزمن، ذلك عن طريق تكييف أساليب إحصائية مختلفة لهذا الغرض.

	الجدارة الائتمانية، التدفقات النقدية المتوقعة...		
03	مصادر البيانات	العوامل الاقتصادية العامة الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، والعوامل المتعلقة بالصناعة دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، بالإضافة إلى عوامل متعلقة بالشركة مثل القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقدير مراقب الحسابات الخارجي.	عوامل السوق ذاته مثل أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، عدد النفقات وحجمها، سلوك المستثمرين، التوقيت الزمني، اتساع السوق، الجو النفسي.
04	التركيز	يركز على النظريات المالية والاقتصادية إضافة إلى التطورات السياسية لتحديد قوى العرض والطلب	يركز على السعر وبيانات الحجم لتحديد ما إذا كان يتوقع لها الاستمرار في المستقبل.
05	الهدف	دراسة أسباب حركات السوق من خلال دراسة العوامل السياسية والاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على حركة السوق، وبالتالي تؤثر على حركة السهم.	دراسة آثار حركات السوق قوى العرض والطلب وتأثيرها على حركة الأسعار
06	التكاليف	مرتفعة.	منخفضة.
07	الأداة	البيانات المالية للشركة، والمقارنة بين هذه البيانات لفترة زمنية محددة، والأخبار الاقتصادية والسياسية، ومؤشرات الاقتصاد الكلي، وأسواق الأصول.	الرسوم البيانية والمؤشرات الفنية، والنماذج لفهم حركة السهم المستقبلية.
08	الفترة	المدى القصير، والمتوسط، والطويل.	مضاربة الخطف، أو المضاربة اليومية، أو المضاربة الأسبوعية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- 1 - هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص: 171.
- 2 - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 267.
- 3 - عماد الدين شرابي، عبد النور موساوي، اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 مؤسسة مدرجة في cac40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة منتوري قسنطينة، العدد 6، 2010، ص: 32.

خلاصة الفصل الثاني:

خصّص هذا الفصل لدراسة كفاءة بورصة الأوراق المالية، إذ وبعد دراسته تبين أن حركة الأسعار في البورصة تتحرك على المدى الطويل إرتفاعاً أو إنخفاضاً نتيجة لتفاعل العديد من العوامل الإقتصادية ، الإجتماعية والسياسية، أما في المدى القصير فالملاحظ أن الكثير من قرارات التداول تبنى على إختيارات نفسية بلدرجة الأولى.

وخرجنا بجملة من الاستنتاجات يمكن عرضها في النقاط الآتية:

- 1- البورصة وسيط بين الأفراد والبنوك ومؤسسات الادخار المختلفة التي تتجمع فيها والادخارات وبين الشركات التي تكون بحاجة إلى رؤوس الأموال لتمويل هذه الشركات
- 2 - تمثل كفاءة السوق مدى قدرته على إستيعاب المعلومات المتاحة أساسا لتقييم وإتخاذ القرارات الإستثمارية.
- 3 - تعتمد كفاءة الأسواق بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرين بالمعلومات المتاحة والمنشورة وتلك التي تتدفق من قنوات متعددة وخاصة.
- 4 - هناك مدخلان لتحليل الأوراق المالية، الأول أساسي يستخدم في تقدير القيمة الحقيقية للسهم إذ يعتمد على تحليل الظروف الاقتصادية المحلية والدولية وعلى مستويات متعدّدة، في حين يعتبر التحليل الفني مدخلا آخر في المفاضلة واختيار الأوراق المالية وذلك باعتماد ه على منحنيات تمثّل رسالة للتعبير عن أداء السوق في الماضي ومجموعة من المؤشرات تمثل أساس قيام هذا النوع من التحليل.
- 5- يعتمد التحليل الأساسي على دراسة ماكرو اقتصادية وأخرى ميكرو اقتصادية؛ بالنسبة للدراسة الماكرو اقتصادية تتمثل في تحليل كافة الظروف المؤثرة على أداء المؤسسة، مثل الرواج الكساد، معدل التضخم، سعر الصرف، الظروف السياسية وكذلك السياسات الجبائية المتبعة من طرف الحكومة، أما فيما يخص الدراسة الميكرو اقتصادية فهي تتمثل في تقييم الحالة النفسية للمستهلكين، تقييم الوضعية الداخلية للمؤسسة بدءا بحالتها المالية، الجدارة الائتمانية، التدفقات النقدية المتوقعة...إلخ
- 6- المؤشر الممثل به عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية.
- 7- يهدف التحليل الفني إلى التعرف على مؤشرات اتجاه الحركة في سوق الأوراق المالية، وهذه المؤشرات أو الإشارات يتم التوصل إليها من خلال بعض الأساليب التي تعتمد على جملة من المتغيرات المتعلقة بشكل أساسي باتجاه السعر وحركته التاريخية وأحجام التداول المرافقة لهذه الحركة

الفصل الثالث:

أساسيات الاستثمار

في سوق المال

تمهيد:

حظي موضوع الاستثمار من بين العديد من المواضيع الاقتصادية باهتمام العديد من الاقتصاديين والسياسيين وخاصة بعد الحرب العالمية الثانية لما له من أثر فعال وعلاقة وثيقة في زيادة الدخل القومي وفي تحقيق عمليتي التنمية الاقتصادية والاجتماعية، إلا أن المشكلة الأساسية التي تواجه متطلبات عملية التنمية هي مشكلة تمويلها بسبب قصور معدلات الادخار أمام معدلات الاستثمار المطلوبة ولا يتم ذلك لا بتوافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات القادرة على التحريض والتوجيه الجيد لهذه المدخرات لأغراض الاستثمار المنتج، ولا يتم هذا التنسيق إلا بتوافر سوق فعالة يلتقي فيها المشترون والبائعون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي ندرها والمخاطر التي تنطوي عليها؛ هذا التميز يجعل من المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بعدم تحققه وعليه فعملية المفاضلة تلك عبارة عن عملية استثمارية بالغة الأهمية تنطوي على سلسلة من الدراسات والتحليل تعرف بالاستثمار المالي، هذا الأخير كغيره من القرارات يتطلب مجموعة تنبؤات وتوقعات والتي تخضع بالضرورة لعنصر المخاطرة والعائد إلى الظروف المحيطة بالاستثمار.

اخترنا أن نعالج كل هذه الأفكار وأكثر في هذا الفصل تحت النقاط الآتية:

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار المالي.

المبحث الثاني: محددات الاستثمار في الأوراق المالية.

المبحث الثالث: القرارات الاستثمارية في السوق المالي.

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار المالي

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الاقتراض فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع، هذا الاستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، وتعتبر الأسهم والسندات التي من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المال، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مدخل لمفهوم الاستثمار

للاستثمار مفاهيم كثيرة وتوسعي من خلاله مختلف الكيانات الاقتصادية داخل المجتمع سواء كانت أفراد أو مؤسسات لتوظيف مدخراتها على شكل استثمارات تحقق لهم أعظم المكاسب، كما يتداخل مفهوم الاستثمار مع عدة مصطلحات تقاربه المعنى وتحكمه عوامل عديدة تدفع بالمستثمرين إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار وأهدافه الرئيسية

أولاً: مفهوم الاستثمار

لكل لفظ معنى لغوي وآخر اصطلاحي، والاستثمار لا يخرج عن هذه القاعدة لذلك نتناول تعريفه لغة وفي الاصطلاح الاقتصادي.

يقصد بالاستثمار في اللغة، مصدر استثمر، وهو مشتق من ثمر الرجل إذا تمول ومن ثمر يقال أثمر الرجل ماله إذا نماه وكثره، ويقال مال ثمر أي مال كثير، وفي معنى أثمر استثمر ويقال استثمر ماله أي أثمره، وثمره أي إذا طلب ثمره، نماه وكثره، ومنه قولهم ثمر الله تثيراً وأثمر الله المالك إثمار أي كثره ونماه وبناء على ذلك فإن استثمار المال يعني طلب ثمره الذي هو نماؤه ونتاجه¹.

وقد وردت كلمة "أثمر" و"ثمره" و"ثمر"، وثمرات أربعاً وعشرين (24) مرة في القرآن الكريم منها قوله تعالى: ² "انظروا إلى ثمره إذا أثمر وينعه أن في ذلكم لآيات لقوم يؤمنون" ³ صدق الله العظيم، أي انظروا إلى ثمار تلك الأشجار والنباتات، ونضجها للوصول إلى الإيمان بالله تعالى؛ إذ يحمل ذلك عجائب قدرته سبحانه، جلت قدرته، ⁴ ومنه قوله تعالى: " وهو الذي أنشأ جنات معروشات وغير معروشات والنخل والزرع مختلفا أكله والزيتون والرمان متشابها وغير متشابهة كلوا من ثمره إذا أثمر وآتوا حقه يوم حصاده ولا تسرفوا إنه لا يحب المسرفين" ⁵ صدق الله العظيم، إذ امتن الله تعالى علينا بالثمار، وأمرنا أن نأكل من ثمار هذه الأشجار والنباتات عندما تثمر وتنتج، وأن نعطي حقاها (وهو الزكاة) عند حصادها فوراً للمستحقين، كما أمرنا بأن لا نسرف في الباقي.

¹ مصطفى قطب سانو، الاستثمار: أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2000، ص: 15.

² محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص: 10.

³ سورة الأنعام، الآية رقم 99.

⁴ محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص: 10.

⁵ سورة الأنعام، الآية رقم 141.

وفي هذه الآية وآيات أخرى أسند الله تعالى الإثمار إلى الشجر والنبات، مما يدل على أهمية العناية بالسنن والأسباب الظاهرة التي لها تأثير على النمو والنضج مع أن الفاعل الحقيقي هو الله تعالى¹ ولذلك أكد هذه الحقيقة في آيات أخرى فقال: "وأَنْزَلَ مِنَ السَّمَاءِ مَاءً فَأَخْرَجَ بِهِ مِنَ الثَّمَرَاتِ رِزْقًا لَكُمْ"².

أما الاستثمار في الاصطلاح فهو "عبارة عن عملية يتم من خلالها تنمية رصيد المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع أو تكوين السلع الإنتاجية الجديدة"³.

ويقصد بالاستثمار في معناه الاقتصادي بأنه "مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلاً بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية ومستقبلية"⁴. في حين اتجهت فئة أخرى إلى تعريفه بقولهم: "هو عبارة عن التوظيف لرأس المال" أو هو بعبارة أخرى: "توجيه الأموال نحو استخدامات تؤدي إلى إشباع حاجة أو حاجات اقتصادية"⁵.

من جملة التعاريف السابقة نجد بأن الاستثمار ما هو إلا عملية اقتصادية تقوم بتوظيف رؤوس الأموال بهدف شراء مواد الإنتاج والتجهيزات وذلك لتحقيق تراكم رأس مالي جديد، ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم.

ثانياً: أهداف الاستثمار الرئيسية

تختلف أهداف الاستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الاستثمار، وقد يكون الهدف من عملية الاستثمار هو تحقيق النفع العام كما في المشاريع العامة التي تقوم بها الدولة (مثلاً إنشاء جامعة أو مستشفى عام... الخ)، وقد يكون الهدف من العملية تحقيق الربح كما هو الحال في المشاريع الخاصة. وتتلخص أهم أهداف المستثمرين في الاستثمار بما يلي:⁶

- 1_ تحقيق العائد الملائم: فهدف المستثمر من توظيف أمواله تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع، لأن أي مستثمر يهدف من استثماره تحقيق الربح، ما عدا الاستثمارات الحكومية أو الاجتماعية فإنها لا تهدف إلى تحقيق الربح المادي وإنما تهدف إلى تحقيق منفعة أو خدمة اجتماعية.
- 2_ المحافظة على رأس المال الأصلي للمشروع "قيمة الموجودات": وذلك من خلال المفاضلة بين المشاريع والتركيز على أقلها مخاطرة والتنوع في مجالات الاستثمار لكي لا تنخفض قيمة موجوداته (ثرواته) مع مرور الزمن بحكم ارتفاع الأسعار وتقلبات السوق لأن المستثمر يحافظ على رأس ماله الأصلي ويجنبه الخسارة.

¹ محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص: 11، 10.

² سورة البقرة، الآية رقم 22.

³ خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النصري، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000، ص: 28.

⁴ حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008، ص: 39.

⁵ محمود محمد حمودة، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص: 30.

⁶ بالاعتماد على:

- طاهر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص: 05.

- أحمد زكريا، صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص: 20، 21.

3_ استمرارية الدخل وزيادته: يخطّط المستثمر لدخل ثابت ومستمر بوتيرة معينة عن تقلبات السوق ويقلل من المخاطرة ليحافظ على استمرارية النشاط الاستثماري.

4_ ضمان السيولة اللازمة: أي نشاط استثماري أو اقتصادي يحتاج إلى السيولة والتمويل اللازم لمواجهة المصروفات اليومية للاحتياجات الضرورية لتسيير المشروع لكي لا يتعرض للتوقف أو التأخر في تحقيق أهدافه.

الفرع الثاني: المفاهيم القريبة للاستثمار

مما سبق اتضح بأن الاستثمار ما هو إلا استخدام للموارد المتاحة في أصول متنوعة بهدف الحصول على عائد سنوي مقابل تحمل أدنى درجة من المخاطرة، ما يعني أن عنصر الاستثمار يتحدّد من خلال العائد والمخاطرة، بحيث يختلف مقدار العائد ودرجة تحمل المخاطرة من فرد لآخر؛ هذا الاختلاف أدى إلى ظهور بعض المصطلحات في بيئة المستثمرين مثل: المضاربة والمقامرة وتداخلهما مع مفهوم الاستثمار، مما يتطلب أن نفرق بين هذه المفاهيم كالتالي:

أولاً: تعريف المقامرة والمضاربة

- **تعريف المقامرة اصطلاحاً**، على أنها مصير الشيء إلى الإنسان بغير تعب أو كدّ، إذا ثبت هذا فيكون القمار في كل أمر يدخل فيه الإنسان وهو متردد بين الربح والخسارة، أي مبني على مخاطرة سواء أكان في سباق أو بيع أو مراهنة على حصول أمر أو عدمه، وفيما يتعلق بالأوراق المالية "الأسهم" فتتطوي على عملية الشراء بقصد البيع، دون وعي وإدراك لواقع الشركة ومعطياتها الاقتصادية في الغالب، ويتطلع المقامر إلى البيع السريع؛ للحصول على الربح الفاحش، وقد يحصل العكس، وهو الخسارة الفادحة.¹
 - **أما المضاربة** فهي استعداد الشخص لتحمل درجة عالية نوعاً ما من عدم التأكد من النتائج و لكن بشكل مدروس وذلك أملاً في تحقيق أرباح عالية ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الاستثمارية، عندها يسمى هذا الشخص مضارباً؛ ومن هنا نستطيع القول أن المضاربة تأتي في موقع متوسط بين الاستثمار والمقامرة، وهذا يعني أن المضارب هو مستثمر ولكن قبوله للمخاطر يتعدى الحدود المعقولة للاستثمار، ولكن بنفس الوقت لا يعتبر المضارب مقامراً لأنه يبني استثماراته على تنبؤات محسوبة ومدروسة.²
- ومن المفاهيم السابقة يظهر هناك تداخل بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة، وأن المضاربة تأتي بين الاستثمار والمقامرة، وهذا يعني أن المضارب هو مستثمر لكن درجة تحمله للمخاطر تكون أعلى من درجة تحمل المستثمر بهدف الحصول على عائد رأسمالي مرتفع مقارنة بالربح المعقول الذي يسعى إليه المستثمر، ما يعني أن المضارب يخرج من دائرة المستثمر إلى دائرة أعلى من حدود الاستثمار، أما المقامرة ففيها يكون المقامر مستثمراً لأنه يضحى بأمواله أملاً في الحصول على عائد يعوّضه عند تلك التضحية بمقابل المخاطر، فهو مستثمر، لكن لو أخذنا درجة المخاطر التي من الممكن أن يتحملها المستثمر والمضارب والعائد الذي يسعى إلى تحقيقه عال جداً مقارنة بالمستثمر والمضارب، فهو يخرج عن دائرة الاستثمار والمضاربة إلى دائرة أعلى من حيث درجة المخاطر

¹ علي عبد الأحمد أبو البصل، المضاربة في بيع وشراء الأسهم دراسة فقهية مقارنة، مجلة الجامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009، ص: 812.

² موسى شقيري نوري، طاهر صالح الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز، الدويكات، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 19.

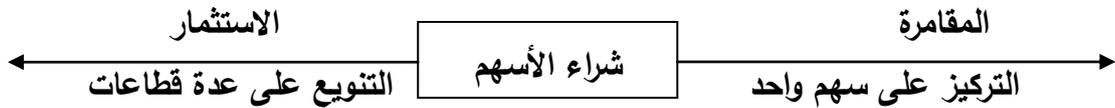
ومقدار العائد المرغوب تحقيقه، والجدول الموالي يبيّن مقارنة بسيطة بين هذه المفاهيم الثلاثة "استثمار، مضاربة، مقامرة" بهدف التمييز بينها؛ في حين أن الشكل رقم 15 يعطي لنا صورة واضحة عن اختلاف مفهومي الاستثمار والمقامرة استناداً إلى مبدأ التنويع أو التركيز¹.

جدول (رقم: 08): مقارنة بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة:

	المعيار	الاستثمار	المضاربة	المقامرة
1	العائد المرغوب	معقول	مرتفع	غير مؤكد
2	نوع العائد	إيرادي "مالي"	رأسمالي	رأسمالي
3	درجة المخاطر	مقبولة	عالية	عالية جدا
4	فترة الاستثمار	طويلة	قصيرة	قصيرة
5	الاستحقاق	موعد الاستحقاق	مقدار العائد	مقدار العائد
6	المعلومات	مؤكدة	محسوبة أحيانا	غير مؤكدة
7	يسمى الفرد	مستثمرا	مضاربا	مقامرا
8	مثال	الأوراق المالية	العقود الآجلة	سباق الخيل

المصدر: قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:32.

شكل (رقم:15): الاختلاف بين المستثمر والمقامر.



المصدر: قاسم، نايف، علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:33.

ثانياً: الفرق بين المضاربة والمقامرة

هناك فروق واضحة بين المضاربة والمقامرة في الأسهم، نذكر منها:²

1_ المضاربة يكون القصد الأصلي فيها الاستثمار في أعمال الشركات، ونشاطاتها الاقتصادية، ويكون ذلك بعد دراسة علمية لواقع الشركة، ومعطياتها الاقتصادية، وهو ما يسمى بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، والذي يسبق عادة قرار الاستثمار، ومن ذلك الوصول إلى مجلس إدارة الشركة، والمشاركة في قراراتها الاقتصادية والإدارية، وهذا لا يتعارض مع وجود قصد تباعي من بيع الأسهم إذا ارتفع سعرها والاكتفاء بعوائد أرباح بيع الأسهم. أما المقامرة فهي شراء الأسهم بقصد بيعها دون مراعاة معطيات الشركة الاقتصادية غالباً و يتطلع إلى الربح السريع بمعنى البيع الأسرع.

2_ المضاربة في الغالب، تكون مصحوبة بالطمأنينة، في حين أن المقامرة تكون مصحوبة بالتوتر والقلق الدائم والاكتئاب.

¹ قاسم، نايف، علوان، مرجع سابق، ص:31،32.

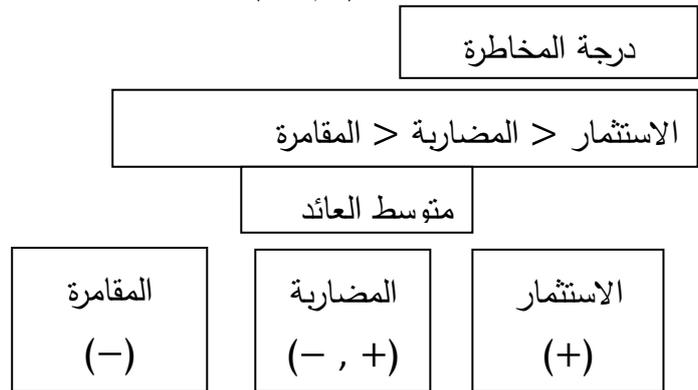
² علي، عبد الأحمد، أبو البصل، مرجع سابق، ص: 813.

- 3_ المضاربة عمل اقتصادي منظم، والمقامرة تخبط وجهالة، أساسه التخمين والتنبؤ بمستقبل مجهول.
- 4_ في المضاربة يكون قلب السوق بسيطاً تابعاً للعرض والطلب، بل يخضع لعوامل أخرى مفتعلة.
- 5_ المضاربة غالباً ما تكون بمال زائد عن الحاجة، ومظهر من مظاهر الغنى، في حين أن المقامرة تؤدي إلى التضحية بالأموال والحاجات الأساسية، كبيع ذهب الزوجة، بيت السكن وغير ذلك من الحاجات الأساسية.
- 6_ المخاطرة في المضاربة بسيطة ومضمونة، وفي المقامرة فاحشة وغير مضمونة وهذا غرر محض مفسد للمعاوضات المالية.

ثالثاً: الفرق بين الاستثمار والمضاربة:

يمكن تحديد أوجه الاختلاف بينهما من عدة نواحي:¹

- 1_ من حيث الأفق الزمني: الاستثمار يمتد إلى أكثر من سنة، في حين أن المضاربة لا تتعدى الأشهر أو الأسابيع وحتى الأيام والساعات.
- 2_ من حيث قواعد التوظيف: للاستثمار مبادئ علمية بينما التوقعات المحتملة تمثل قاعدة المضاربة.
- 3_ من حيث العائد: يعتمد المستثمر الرشيد على معيار المبادلة بين العائد والمخاطرة في حين أن المضارب يتخذ من الأرباح الرأسمالية المحتملة أساساً في صياغة قراراته.
- 4_ من حيث الأثر: يعزز الاستثمار ثروة الفرد والمجتمع في حين المضاربة الغير طبيعية قد تؤدي إلى انهيار الأسعار في الأسواق رأس المال ويحافظ الاستثمار على نشاط السوق وتوازنه في حين المضاربة تؤدي إلى تآكل رأس المال في حالة عدم تحقق التوقعات.
- 5_ من حيث التوقعات: المستثمر يحاول تجنب المخاطر من خلال الموازنة بين العائد والمخاطرة في حين المضارب يبدي استعداداً عالي لتحمل المخاطر طبقاً لتوقعاته.
- شكل (رقم:16): العلاقة ما بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.



المصدر: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008)؛ ص: 08.

الفرع الثالث: المحددات الرئيسية للاستثمار

¹ جميل أحمد، الدور التتموي للبنوك الإسلامية دراسة نظرية تطبيقية "1980-2000"، مذكرة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع:

التسيير جامعة الجزائر، 2005، 2006، ص: 114.

يعتبر الاستثمار عنصر حساس للكثير من العوامل المؤثرة، لذلك كان الاستثمار كثير التقلبات وغير مستقر، وتفسير هذه التقلبات والتغيرات يعد أمراً بالغ الأهمية في التحليل الاقتصادي ذلك أن لو أمكن تفسير هذه التقلبات، نكون قد قطعنا شوطاً كبيراً في تفسير التغيرات المنتظمة في الدخل القومي وهنا يثار التساؤل حول مسببات التقلبات في الإنفاق الاستثماري؟.

هناك العديد من العوامل الاحتمالية المسببة لهذه التقلبات نذكر منها ما يلي:

_ سعر الفائدة_ التوقعات. _ مستوى الأرباح _ معدل التغير في الدخل القومي (حجم الناتج) - الاستثمار والتضخم

أولاً: الاستثمار وسعر الفائدة

يتحقق الكثير من الاستثمار عن طريق الاقتراض، ومن هنا فان سعر الفائدة الممنوحة عن القروض للمستثمرين يعتبر مؤشراً قوياً على مستوى الاستثمار فعند ارتفاعه يقل الطلب على القروض الأمر الذي يؤثر سلباً على الاستثمار.¹

بعبارة أخرى فإننا نتوقع أن يكون سعر الفائدة مؤثراً قوياً على مستوى الاستثمار، ولكن لا يعبر سعر الفائدة العامل الوحيد المؤثر على قرار الاستثمار لأن هناك عوامل أخرى تلعب دوراً أكثر أهمية في تشكيل توقعات رجال الأعمال حول كيفية ممارسة نشاطهم الاستثماري بصورة مريحة وتأثير سعر الفائدة هنا إنما يكون خلف ستار العوامل الأخرى المؤثرة في إصدار القرار الاستثماري.

فحسب النظرية النيوكلاسيكية يتحدد رصيد رأس المال المرغوب فيه بحجم الناتج، وخدمات رأس المال بالنسبة لأسعار الناتج، كما تعتمد أسعار خدمات رأس المال على أسعار السلع الرأسمالية وسعر الفائدة والمعاملة الضريبية، وبالتالي يتأثر رصيد رأس المال المرغوب فيه، والاستثمار نتيجة التغير في الناتج، وفي أسعار خدمات رأس المال بالنسبة لأسعار الناتج، فيزيد رأس المال المرغوب فيه بانخفاض سعر الفائدة ويصبح صافي الاستثمار موجبا (يكون صافي الاستثمار سالبا عندما يتساوى رصيد رأس المال المرغوب فيه والفعلي).

ويعتبر الاستثمار دالة في سعر الفائدة ورصيد رأس المال (K) والناتج (Y) وطبقاً لفروض النظرية النيوكلاسيكية توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة السوقي والاستثمار، وتتغير العلاقة بين سعر الفائدة ورصيد رأس المال المرغوب فيه بزيادة الناتج، أي أن الاستثمار دالة في الناتج وسعر الفائدة ورصيد رأس المال الفعلي فسعر الفائدة يعتبر محددًا لرصيد رأس المال المرغوب فيه، أي أن السياسة النقدية من خلال سعر الفائدة تؤثر في رأس المال المرغوب فيه وبالتالي الاستثمار.²

ثانياً: الاستثمار والتوقعات

¹ حسين عمر، الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2000، ص: 49.

² الزين منصور، شجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، الرابطة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 25، 26.

الواقع أن رجل الأعمال الناجح يبذل قصارى جهده للتنبؤ حول مدى توسع السوق في المستقبل، وصرفه هذا إنما ينم عن الثقة في المستقبل المبنية على دراسات وتوقعات علمية مدروسة قصد تفادي الخطأ في التقدير والتوقع، ذلك أنه لو انزلق رجل الأعمال إلى الخطأ في حدسه حول التوقعات، فإن يمكن أن يتعرض للجزاءات الجسيمة. فمثلاً لو قرر أحدهم عدم التوسع في الطاقة الإنتاجية لمنشأته، بينما يتوسع الطلب في السوق على منتج منشأته، فإنه يعطي الفرصة لمنافسيه الأكثر الماما ودراية في بعد نظرهم، والعكس فلو أن رجل الأعمال قام بأقوال معدات رأسمالية وتوسع في الاستثمار، في حين أن هذه النفقات الثابتة لم يقابلها مردود ثابت، فإن ذلك لا محالة سوف يؤدي إلى فشل المنشأة في تحقيق أرباح مجزية، أو إلى تحقيق خسائر تضطرها إلى التوقف عن النشاط الإنتاجي نتيجة لسوء التوقعات والتقديرات.

والواقع أن رجل الأعمال يبذل قصارى جهده في التنبؤ حول مدى توسع السوق في المستقبل، ولكن هناك عوامل أخرى عديدة يمكن أن تؤثر على مدى هذا التوسع في السوق بخلاف أعداد ودخول مستهلكي منتج المنشأة التي يمارس رجل الأعمال نشاطه الاستثماري والإنتاجي من خلال التغيير في السياسة الضريبية، أو التغيير في سياسة الإنفاق الحكومي، أو وجود منتجات بديلة ومنافسة، أو ظهور مجالات جديدة أكثر ربحية وأخرى أقل ربحية أو ابتكار طريقة جديدة لنقل السلع والأشخاص أو أحداث سياسية جديدة هامة تؤثر في الوضع الاقتصادي فكل هذه العوامل يمكن أن تؤثر جميعها على توقعات رجل الأعمال بصورة فعالة، ولكن يصعب التنبؤ بها مسبقاً.

وقد تسود بين رجال الأعمال حالة نفسية تدعو إلى النظرة التشاؤمية حول المستقبل، يمكن أن تتبلور إلى نقص عام في الإنفاق الاستثماري، كما قد يحدث عرضاً أن يكون التفاؤل حول المستقبل هو الشعور السائد بين رجال الأعمال، وأن يتطور هذا التفاؤل في صورة موجة من التوسع في الإنفاق الاستثماري، تنبئ عن توقعات تنكشف فيما بعد على أنها توقعات خاطئة، وأياً كان الأمر فمن المنفق عليه بين المحللين الاقتصاديين أن التوقعات تلعب دوراً كبيراً في اتجاهات السلوك الاستثماري سواء أثبتت هذه التوقعات أن لها ما يبررها من عدمه¹.

ثالثاً: الاستثمار ومستوى الأرباح

لا بدّ لأي مستثمر يمتاز بالرشادة الاقتصادية أن يدرس العائد قبل الانطلاق في مشاريعه الاستثمارية، فإن كان العائد أقل أو يساوي الصفر فإنه يتجنب الاستثمار في هذا المشروع، أما أن كان العائد أكبر تماماً من الصفر، في هذه الحالة للمستثمر الخيار بين أمرين: إما الانطلاق في الاستثمار، وإما المفاضلة بين هذا المشروع وغيره من حيث العائد².

غير أن العلاقة بين الاستثمار والأرباح، أو بمعنى آخر أن النظرية المنطوية على أن الاستثمار يتأثر بمستوى الأرباح، قد تعرضت للكثير من الجدل حولها في ضوء الصعوبات الإحصائية لتحديد ما إذا كانت المشاهدات من واقع الحياة الاقتصادية _ تتطابق مع مضمون هذه النظرية، بل ومن المشكلات الرئيسية _ كما يعتقد ليس وستيز _ على أن مجرد مشاهدة أن الاستثمار مرتفع في مستواه عندما تكون الأرباح مرتفعة لا تنهض _ بالضرورة

¹ حسين عمر، مرجع سابق، ص: 50-52.

² محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 34.

_ دليلاً قاطعاً على حجية نظرية العلاقة الدالية بين الاستثمار و الأرباح على النحو الذي قدمناه إذ أن مثل هذه العلاقة السببية بين الاستثمار والأرباح تكون في الاتجاه العكسي بمعنى أن الاستثمار قد يكون سبباً في المستوى المرتفع للدخل _ حسب نظرية مضاعف الاستثمار_ الذي يكون بدوره سبباً في الأرباح المرتفع، وحتى الآن فإن هذا الجدل لم ينتهي إلى أمر حاسم، وما يمكن قوله أنه لا يوجد دليل حاسم حقا يمكن أن يؤدي إلى نبذ العلاقة الدالية بين الاستثمار والأرباح¹.

رابعاً: الاستثمار ومعدل التغير في الدخل (حجم الناتج)

يقرر مبدأ المعجل أن الاستثمار دالة في حجم الناتج، ويعتبر المحدد الرئيسي له، لذلك تتزامن التغيرات في الاستثمار الكلي مع التغيرات في الناتج أي أنه لا يتأثر الاستثمار بمستوى الدخل القومي، بقدر ما يتأثر بمعدل التغير في الدخل القومي، حيث أنه لا يتأثر الاستثمار بمستوى الدخل القومي، بقدر ما يتأثر بمعدل التغير في الدخل القومي، فعندما يرتفع مستوى الدخل القومي من الضروري الإقدام على الاستثمار من أجل زيادة الطاقة اللازمة للإنتاج.²

وتفسير ذلك أن ارتفاع مستوى الدخل القومي (التغير في الدخل بالزيادة) يتضمن زيادة رقم المبيعات، بما يعنيه ذلك من زيادة الطلب على سلع الاستهلاك، الأمر الذي يقتضي زيادة إنتاج هذه السلع لمقابلة الزيادة في الطلب عليها، وهذه الزيادة في إنتاج هذه السلع الاستهلاكية تتطلب بدورها زيادة الطاقة الإنتاجية (الاستثمار) بطبيعة الحال.³

من جهة أخرى، عندما يكون الدخل متجهاً نحو الانخفاض فقد لا يكون من الضروري حتى مجرد إحلال المعدات الرأسمالية عندما يتبلى من الاستعمال، فضلاً عن ذلك فقد تكون توقعات المؤسسة على الاتجاه التنزلي لرقم المبيعات توقعات غير ملائمة ولكلا هذين السببين فإن الإنفاق الاستثماري لن يكون كبيراً وعلى ذلك فإن الاستثمار _ حسب نظرية المعجل _ دالة للتغيرات في الدخل.⁴

خامساً: الاستثمار والتضخم

تعتبر ظاهرة الارتفاع المستمر في الأسعار، من العوامل السلبية المؤثرة على مستوى الدخل الحقيقي، لأن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، ومن ثم انخفاض مستوى الدخل الحقيقي للفرد وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة، فيتدنى الادخار مؤدياً هو الآخر إلى تدني مستوى الاستثمار وذلك لاستحواذ المستهلك على معظم الزيادة في الدخل.⁵

المطلب الثاني: أنواع الاستثمارات

¹ حسين عمر، مرجع سابق، ص: 53، 54.

² طاهر حردان، مرجع سابق، ص: 42.

³ الزين منصور، مرجع سابق، ص: 28، 29.

⁴ حسين عمر، مرجع سابق، ص: 54، 55.

⁵ محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص: 35.

تتعدد الاستثمارات حسب المعيار المستخدم في تصنيفها من حيث طبيعة أدواتها أو نوع ملكيتها أو المكان الجغرافي لتواجدها أو جنسية القائم بها... الخ، وفيما يلي بعض لهذه التصنيفات.

الفرع الأول: حسب معيار الملكية

ونقصد بمعيار الملكية أن كان الاستثمار ملكا للدولة فقط أو لفرد أو لمجموعة من الأفراد أو موزع بين فرد واحد أو مجموعة من الأفراد من جهة والدولة ممثلة بمؤسسة واحدة أو عدة مؤسسات من جهة أخرى، أي ما يسمى بالاستثمار العام والاستثمار الخاص والاستثمار المشترك.

أولاً: الاستثمار العام

يقصد بالاستثمار العام هو ما تنفقه الدولة على شراء سلع استثمارية تلزم لإقامة المشروعات العامة وتستهدف زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، كذلك يتمثل الاستثمار العام في كافة أوجه الإنفاق التي تستهدف زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة، أو تحسين مستوى المعيشة للمواطنين.

وبصفة عامة فإن الدافع وراء الاستثمار العام تتمثل في الحاجة إلى تحقيق العديد من الأهداف الاجتماعية والاقتصادية والسياسية وتطوير الخدمات، والاتجاه إلى المجالات التي لا يستطيع الاستثمار الخاص القيام بها. ويعتبر الاستثمار العام أحد الوسائل التي تستخدمها الدولة لتحريك العملية التنموية في الاتجاه وبلشكل الذي ترغب القيام به حيث يؤدي هذا الاستثمار دورا هاما وحيويا في الاستراتيجيات التنموية للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، بالرغم من أن مساهمة الاستثمار العام في إجمالي الناتج المحلي قد تختلف من دولة لأخرى طبقا لظروف كل دولة، إلا أنه من الصعب العثور على دولة لا تعتبر هذه المساهمات غير مهمة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لها.¹

ثانياً: الاستثمار الخاص

وهو استثمار القطاع الخاص الذي تطور من المشروع الفردي أو العائلي المحصور استثماره بنشاط محدود إلى شركات ومؤسسات تضم عدداً من المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية، الذين يقومون بتوظيف مدخراتهم في مختلف المشاريع الإنتاجية والخدمية. وإزاء التطور التقني خاصة في مجال المعلومات والاتصالات، الذي حول العالم إلى قرية صغيرة، بقي استثمار القطاع الخاص محدوداً إزاء الاستثمار الأجنبي.²

والهدف من التفرقة بين هذين النوعين يرجع إلى أن الاستثمار الخاص يستند على دافع الربح وبشكل منفرد، أما الاستثمار العام فإنه يتم لسد احتياجات اجتماعية تتمثل في الإنفاق على الخدمات العامة مثل التعليم والصحة والمواصلات... الخ أي تقديم خدمة للمجتمع بالدرجة الأولى، ويتصف هذا النوع من الاستثمار بأنه عديم المرونة

¹ غدير بنت سعد الحمود، العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود السعودية، 2004، ص: 29.

² محمد خالد المهاني، دور القطاع المصرفي في عملية التنمية في العالم العربي والتحديات التي تواجهه، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر المصرفي العربي لعام 2008 الذي ينظمه اتحاد المصارف العربية بمصر تحت عنوان: أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، يومي 6 و7 أبريل 2008، ص: 1-27.

أي لا يمكنه تعديله خلال فترة قصيرة ولكن بصفته استثمارا في الخدمات العامة فان الحكومة لا ترغب في تعديله حتى لو اقتضت سياستها ضرورة التخفيض في حجم الطلب الكلي¹.

ثالثا: الاستثمار المشترك

يجمع ما بين الاستثمارين العام والخاص؛ حيث يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية، وفي الكثير من المنشآت ذات الملكية المشتركة تكون الإدارة من حق الدولة، غير أن هذا النمط من الإدارة أخذ يتراجع في ظل الخصخصة والشراكة الإستراتيجية مع المستثمر الخاص².

الفرع الثاني: حسب النشاط الاقتصادي للمستثمرين

وفقا لهذا المعيار ينقسم هذا النوع من الاستثمار إلى:

أولا: استثمار تجاري

وهو القيام بإنشاء نقاط بيع لسلع منتجة من طرف متعاملين آخرين³.

ثانيا: استثمار تقني "تكنولوجي"

يشمل هذا النوع على المعارف والطرق التقنية من أجل انجاز مشروع ما.

أما في معناه الضيق فانه يعني ما تقدمه شركة أجنبية من تكنولوجيا عبر جوانبها الأساسية المتمثلة في المعلومات العلمية الآلات والأدوات والتحكم الشامل في تنظيم فعلي للإنتاج.

بعبارة أخرى: الاستثمار التكنولوجي هو حركة التكنولوجيا المعبأة في نمط إنتاجي والذي يؤدي إلى خلق قيم

جديدة خدمة للتنمية وينجز هذا النوع من الاستثمار بالوسائل القانونية المتمثلة في:

_ عقود إجازة البراءة، _ المهارة الفنية، _ التسيير والتكوين⁴.

ثالثا: استثمار الموارد البشرية

إن الرأسمال البشري يظهر كنفقات عند استعماله كعامل من عوامل الإنتاج، والتي تمثل مجموع الكفاءات

الإنتاجية الفردية المتعلقة بصحة الفرد والكفاءة الفيزيولوجية وخبرته في العمل وتكوينه وتدريبه المهني في الميدان.

وعليه فان توظيف فرد معين بكفاءات عالية في مشروع استثماري معين يعتبر ضربا من الاستثمار نظرا لما يؤديه

من خدمات ومهام اتجاه مؤسسته وهذا ما يؤدي إلى إضافة في أرباحها وإنتاجيتها، وهذه المداخل التي يترتب عليها

توظيف هذا الشخص في هذه المؤسسة تكبر بكثير تكاليفه عليها، في حين تعتبر تكاليف التكوين والرسكلة الخاصة

بالعمال بهدف رفع كفاءتهم الإنتاجية نوع من الاستثمار في المجال البشري⁵.

رابعا: استثمارات المنشآت الزراعية

¹ غدي بنت سعد الحمود، مرجع سابق، ص: 28.

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 22.

³ حبيبة شعور مرداوي، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ومحددات التنمية المستدامة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2008، ص: 12.

⁴ كمال عليوش قريوع، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص: 05.

⁵ عبد القادر بابا، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص: 41.

أي الاستثمار في المنشآت التي تعتمد في نشاطها الأساسي على زراعة مختلف أنواع المزروعات وجنيها في المواسم المحددة لها، وتتميز بارتفاع مخاطرها وانخفاض المعدل المتولد عنها نظرا لاعتمادها على الظروف الجوية والعوامل الطبيعية.

خامسا: استثمار المنشآت الصناعية

أي المنشآت التي تقوم بتحويل المواد الخام إلى سلع للاستهلاك أو للاستعمال، وهذا النوع من الاستثمارات ساهم مساهمة كبيرة في تطوير الدول الصناعية.

سادسا: استثمارات المنشآت الخدمية

تعتمد على تقديم الخدمات المختلفة للجمهور مثل: الماء والكهرباء والاتصالات والنقل، وهذه المنشآت ذات فضل كبير في تأمين الخدمات الضرورية لعمل المنشآت الأخرى في القطاعات الأخرى واستمراريتها.¹

سابعا: استثمارات المهن الحرة

كالحلاقين والنجارين والحدادين... الخ.

ثمنا: الاستثمارات العقارية

ويقوم على امتلاك العقارات وبيعها، أو إقامة المباني وتأجيرها أو بيعها.²

الفرع الثالث: حسب القائم بها

ويعتمد هذا التصنيف على شخصية المستثمر أن كانت شخصية طبيعية أو شخصية اعتبارية لهذا تصرف إلى استثمارات مؤسسية واستثمارات شخصية.

أولا: الاستثمارات المؤسسية

وهي الاستثمارات التي تنفذ من طرف أشخاص اعتباريين (مؤسسات، هيئات،....) وليس طبيعيين، أي استثمارات المؤسسات بكل أنواعها في مختلف مجالات الاستثمار وباستخدام مختلف أدوات الاستثمار المادية والمالية.

ثانيا: الاستثمارات الشخصية

وهي تلك التي ينفذها شخص طبيعي بمفرده دون الاشتراك مع غيره من الأفراد أو المؤسسات بغض النظر عن أدوات الاستثمار التي يستخدمها إن كانت مالية كالأسهم والسندات أو مادية كالعقارات أو مزيج من الأدوات المالية والمادية.

الفرع الرابع: حسب معيار التعدد وعدم التعدد

ويقصد بالتعدد تنوع الاستثمار في أكثر من أداة واحدة من أدوات الاستثمار المالي و/ أو المادي، أما عدم التعدد فهو الاستثمار في أداة واحدة فقط لا أكثر، لذلك يكون تقسيم الاستثمار إلى قسمين هما:

أولا: استثمار متعدد

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص: 20.

² نفس المرجع السابق، ص: 20.

ويسمى أيضا باستثمار المحفظة، حيث يقوم المستثمر بالاستثمار في أنواع مختلفة من أدوات الاستثمار المادية أو المالية في نفس الوقت.

ثانيا: استثمار غير متعدد "وحيد"

وهو القيام بعمل استثمار واحد فقط كان يقوم الشخص (الطبيعي أو الاعتباري) بشراء أصل كمادي أو شراء أصل مالي وهذا حتى لو تكررت عملية الشراء لنفس الأصل فيبقى نوع الاستثمار وفق هذا المعيار استثمار غير متعدد أي وحيد، كان يشتري شخص سهم واحد فقط لشركة ما أو عدد من أسهم نفس الشركة. فللاستثمار يكون وحيدا حتى لو تعددت وحداته طالما أنه من نفس النوع، ولكنه يكون متعددا (محفظة) ولو ضم استثمارين فقط من نوعين مختلفين.¹

الفرع الخامس: حسب مدة الاستثمار

تصف الاستثمارات حسب مدة الاستثمار إلى نوعين، وهي الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، والبعض قسمها إلى ثلاث أنواع وكان الثالث متوسط الأجل وهي على النحو التالي:

أولا: استثمارات قصيرة الأجل

تشمل هذه الاستثمارات كلا من الودائع الزمنية والأوراق المالية (الأسهم والسندات) و التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل من تمويل رأس المال العامل وتمويل الصادرات والواردات ، وتتميز الاستثمارات قصيرة الأجل بأنها أقل خطورة من الاستثمارات طويلة الأجل من خلال عامل الزمن الذي يكون محفوفًا بالمخاطر، كما تتميز بعامل السيولة وقابليتها للتحويل إلى نقد شكل أسرع من الاستثمارات طويلة الأجل، ولا تعتمد على الأرباح الرأسمالية بشكل كبير مثل الاستثمارات طويلة الأجل، وتتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال البورصات والأسواق المالية، ونجد أن عامل الزمن وتوافر المعلومات يجعل الاستثمارات قصيرة الأجل أقل خطورة من غيرها من الاستثمارات حيث لا توجد سوى المخاطر التجارية التي ترجع إلى المدين لهذه الاستثمارات. وحدد البعض مدة الاستثمار قصير الأجل ما بين السنة والسنتين.

ثانيا: الاستثمارات طويلة الأجل

تشمل هذه الاستثمارات الأصول والمشروعات الاستثمارية التي تقتني بقصد الاحتفاظ بها وتشغيلها لمدة طويلة ويكون من الصعب تحويلها إلى نقدية ولو عن طريق البيع ويكون هدف المستثمر هو الحصول على تدفقات نقدية يضمن من خلالها استرداد رأس المال المستثمر في زمن معين مع ضمان معدل من الدخل يتناسب ومخاطر الصناعة التي ينتمي إليها المشروع.

وتتميز الاستثمارات طويلة الأجل بأنها تحقق للمستثمر دخلا سنويا مستمرا، كما تحقق له أرباحا رأسمالية تتمثل في زيادة قيمة الأصول بقدر أكبر من معدلات التضخم السارية، وتتطلب هذه الاستثمارات حجما أكبر من الأموال المستثمرة واحترافية في إدارتها وتشغيلها، وتكمن مخاطر الاستثمار فيها إلى مخاطر عدم التأكد الذي يفرضه الزمن

¹ عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة "1996-2005"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2008، ص: 37.

الطويل للاستثمار بالإضافة إلى المخاطر القطرية (الدولة التي يستثمر فيها) أو مخاطر دولية بالنسبة للاستثمارات الخارجية مثل عدم الاستقرار السياسي أو القرارات والإجراءات السيادية التي يفرض عليها، ولأهميتها الكبيرة من حيث احتوائها على حجم كبير من الموارد تخضع للدراسة والتقييم بالأساليب والطرق الفنية المختلفة والتي يمكن من خلالها تجنب أكبر قدر من المخاطر وحدد مدتها بعض الكتاب بفترة ما بين 7 (سبع) سنوات إلى عشر (10) سنوات وما فوق، والبعض حددها بعشر سنوات فقط.¹

ثالثاً: استثمارات متوسطة الأجل

وهي الاستثمارات التي تقل مدة انجازها عن خمس سنوات وتزيد عن سنتين وهـ ي الاستثمارات التي تكمل الأهداف التي تحددها المؤسسة.²

الفرع السادس: حسب المعيار الجغرافي

من الزاوية الجغرافية تقسم الاستثمارات إلى استثمارات محلية وأخرى خارجية.

أولاً: استثمار محلي

تكون جنسية المستثمرين فيه وطنية أو محلية سواء أكانوا أفراداً أو مؤسسات ولهذه الاستثمارات أولوية على الاستثمارات الأجنبية في الكثير من الدول والمجتمعات حيث تحصل في بعض الأحيان على امتيازات وتسهيلات قد لا يحصل عليها المستثمر الأجنبي.³

ثانياً: استثمار خارجي (أجنبي)

الاستثمار الأجنبي هو الاستثمار الناشئ عبر الحدود، والمتمثل في استخدام المدخرات خارج الإطار الجغرافي للدولة وحدودها الإقليمية، نتيجة لانتقال رؤوس الأموال الاستثمارية وشتى الموارد الاقتصادية إلى دولة أجنبية بهدف جني الأرباح وتعظيم المنافع المحققة.⁴ وينقسم هذا النوع من الاستثمارات إلى:

1_ استثمار أجنبي مباشر: ويتمثل في تلك المشاريع التي يقيمها ويمتلكها ويديرها المستثمر الأجنبي إما بسبب الملكية الكاملة للمشروع أو نتيجة لاشتراكه في رأس مال المشروع بجزء يبرر له حق الإدارة، ويستوي في ذلك أن يكون المستثمر الأجنبي فرداً أو شركة أجنبية أو فرعاً لإحدى الشركات الأجنبية أو مؤسسة خاصة، وحسب المعيار الذي وضعه صندوق النقد الدولي يكون الاستثمار مباشراً حين يمتلك المستثمر الأجنبي 10% أو أكثر من أسهم رأس مال إحدى مؤسسات الأعمال، ومن عدد الأصوات فيها، وتكون هذه الحصة كافية عادة لإعطاء المستثمر رأياً

¹ فيصل نجيب حافظ، دور الاستثمار المباشر في تنمية اقتصاد المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص ص: 17، 16.

² منصور الزين، مرجع سابق، ص: 22.

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص ص: 22، 23.

⁴ يحي سعيدي، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، ص ص: 59، 60.

في إدارة المؤسسة¹، ويوفر هذا النوع من الاستثمار توليفة من التمويل الطويل الأجل ومن التكنولوجيا والتدريب والتعلم والخبرة الإدارية والتسويقية.²

2- استثمار أجنبي غير مباشر (استثمار محفظي): هو الاستثمار الذي يعرف على أنه استثمار المحفظة أي الاستثمار في الأوراق المالية، وعن طريق شراء السندات الخاصة لأسهم الحصص أو سندات الدين أو سندات الدولة من الأسواق المالية، أي هو تملك الأفراد والهيئات والشركات لبعض الأوراق دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع³؛ ويعتبر الاستثمار الأجنبي غير المباشر استثمارا قصير الأجل مقارنة بالاستثمار المباشر⁴، وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمار هو سهولة الدخول والخروج إلى الدول المضيفة والأسواق المستهدفة، حيث يسعى مستثمرو المحافظ الدولية إلى تعديل مراكزهم الاستثمارية و بالتالي الخروج أو الدخول إلى أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة وفقا لتطور الأسواق المالية لهذه الدول، وما إلى ذلك من انعكاسات على استقرار أسواق الأوراق المالية في هذه الدول⁵.

يمكن أن يتحول الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى استثمار مباشر إذا ما ازدادت مساهمته وأصبحت كافية لتحمله مسؤولية السيطرة على الشركة.⁶

الفرع السابع: حسب أداة الاستثمار

تبوب الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات مالية يترتب عليها حيازة أصل مالي غير حقيقي من أسهم وسندات....، وأخرى حقيقية تتحقق عندما يكون للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب.

أولا: الاستثمارات الحقيقية (العينية):

1 مفهومه: ويشمل كل من الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة الطاقة الإنتاجية كسواء الآلات والمعدات... الخ، وبعبارة أخرى يكون الاستثمار حقيقيا إذا ما وفر للمستثمر حقا في حيازة أصل حقيقي، والأصل الحقيقي هو ذلك الأصل الذي له قيمة اقتصادية في حد ذاته، وإذا ما استخدم فان نتيجة استخدامه تنتج عنها منفعة اقتصادية تظهر في شكل سلعة أو خدمة.

¹ منور اوسريير، نذير عليان، حوافز الاستثمار الخاص المباشر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف_ الجزائر، العدد 02، ماي 2005، ص: 97.

² محمد صالح القرشي، المالية الدولية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 151.

³ فاروق سحنون، قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر_ دراسة حالة الجزائر_، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2009-2010، ص: 14.

⁴ عبد السلام أبو تحف، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2001، ص: 13.

⁵ عاطف علاونة، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، سوريا، يومي 17، 18 نوفمبر 2008، ص: 4.

⁶ ليليا بن منصور، الشراكة الأورو متوسطية ودورها في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر في المغرب العربي، الجزائر، تونس، المغرب، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الشعبة: علوم اقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، 2012، ص: 39.

ومفهوم الاستثمار الحقيقي ناتج من فكرة خلق منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر والمجتمع، أي خلق قيمة مضافة لهذا يطلق بعض الاقتصاديين على كل الاستثمارات وفي المجالات المختلفة عدا المجال المالي استثمارات حقيقية توفر عنصر الأمان للمستثمر¹.

2 خصائصه: وأهم ما يميز هذا النوع من الاستثمار ما يلي:²

- _ ارتفاع درجة الأمان للوصول إلى الحقيقة.
- _ عدم تجانسها، لذا فهي تتطلب نوع من الخبرة في كل مجالاتها.
- _ منخفضة السيولة، إذ يصعب تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية قصيرة و من دون تحقيق خسارة.
- _ ارتفاع النفقات المتعلقة بها كنفقات النقل و التخزين... الخ.

ثانياً: الاستثمارات المالية:

كما يطلق عليه بالاستثمارات الظاهرية أو الأيرادية إذ لا ينتج عنه زيادة حقيقية في الناتج، إنما يتم من خلالها نقل الملكية (وسائل الإنتاج والأموال للمستثمر)، مما يعمل على تحقيق إيرادات مالية.³

1- مفهومه: ويتمثل في شراء أصول مالية كالأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى المتداولة في بورصة الأوراق المالية، ويعطي هذا الاستثمار صاحبه ادعاء يتمثل بحقه في الحصول على جزء من عائد الموجودات الحقيقية التي يمتلكها مصدر الورقة المالية؛ أما فيما يتعلق بعمليات البيع والشراء للأوراق المتداولة في السوق الثانوي فإنها لا تتعدى تحويل ملكية يتخلى بموجبها حامل الورقة إلى المشتري (مصدر الورقة) عن أصل حقيقي وهو النقود مقابل حيازته للورقة.⁴

كما يعرف على أنه: حصيلة امتلاك المستثمر أدوات ملكية أو أدوات مديونية لتحقيق عائد في ظل مخاطر متوقعة.⁵

2- خصائص الاستثمارات المالية:

تتميز الاستثمارات المالية بمجموعة من الخصائص أهمها ما يلي:⁶

- أ_ التجانس:** أي أنها لا تحتاج إلى الخبرة والتخصص وباستطاعة المستثمر شراء أو بيع الأوراق المالية بواسطة وسطاء أو سماسرة والتي غالباً ما تكون مصارف متخصصة أو مكاتب السمسرة وتتولى عملية القيام بعملية شراء وبيع الأوراق المالية تبعا لأوامر الوكيل، ولهذه الأوراق أسواق متطورة.
- ب_ ارتفاع درجة المخاطرة:** وذلك نتيجة لتذبذب أسعارها في الأسواق المالية والنقدية.

¹ عبد الحميد بروجومة، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، إعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة: 1994-2004، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، 2006، ص: 07.

² ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص: 262.

³ أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص: 19.

⁴ عبد الحميد بروجومة، مرجع سابق، ص: 06.

⁵ محمد صالح الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص: 10، 9.

⁶ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص: 263.

ج_ أسواقها منظمة وعلى درجة عالية من الخبرة والتطور ر: ويطلق على هذه الأسواق بالأسواق الثانوية وهي أسواق البورصات التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المكتملة الشروط، إضافة إلى أسواق أولية يطلق عليها بأسواق الإصدارات حيث تقوم بإصدار الأوراق المالية في بداية تأسيس الشركات أو المنشآت.

د_ لا تحتاج الاستثمارات المالية إلى مصاريف كثيرة كمصاريف النقل والتخزين كما هو الحال في الاستثمارات الحقيقية.

من خلال ما تقدم فإنه يمكن تقسيم الاستثمارات من حيث طبيعتها إلى نوعين: استثمار مادي (حقيقي) ومالي، وكلا النوعين من الاستثمار يرتبط بالآخر بدرجة قوية فالنوع الأول من الاستثمار يرتبط بالأصول الجارية الملموسة مثل شراء منزل أو أرض زراعية أو إقامة مصنع، بينما النوع الثاني يرتبط بالأوراق المالية من حيث شراء وبيع الأسهم والسندات، وهذا يتواجد بشكل فعلي في بورصة الأوراق المالية سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي أو الدولي، وغالبا ما يشترك كلا الاستثمارين (الحقيقي والمالي) في محفظة الأوراق المالية للمشروعات وتظهر طبيعة العلاقة بين الاستثمارين في القوائم المالية الختامية.¹

3-دوافع الاستثمار المالي: هناك مجموعة من العوامل التي تدفع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:²

_ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يؤدّد لدى المدخرين حسّ استثماري يجعلهم يقدرّون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم و توظيفها في أصول مالية منتجة وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية مع الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجئة عن التضخم كما أن توفر مثل هذا النوع يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثّهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعيا وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

_ توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛ وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبّل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعلّ من أبرز وجوه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لهم دوافع الاستثمار مسبقة بدوافع الادخار.

_ تعدد الأدوات الاستثمارية؛ التي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ و تضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الزمن والفرصة والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقّق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة ومن أهم شروطها: العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث، بالإضافة إلى شروط

¹ عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص ص: 164، 165

² منتدى شبكة المحاسبين العرب، على الموقع:

الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

4- أهداف الاستثمار في الأوراق المالية:

يعتبر الاستثمار المالي أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل فيما يلي:¹

أ_ **تأمين المستقبل:** عادة ما يقوم هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنًا معينة وهم على أبواب التقاعد حيث أن ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

ب_ **تحقيق أكبر دخل جاري:** يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد مالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

ج_ **تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:** يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها يعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.

د_ **حماية الأصول من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:** إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية وعوائد جارية تحقق له المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

هـ_ **حماية الدخل من الضرائب:** يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من مزايا الضريبة التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

_ **تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:** يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو تخطئتها.

المطلب الثالث: خطوات الاستثمار المالي

تنتقل العملية الاستثمارية بقيام المستثمر برسم المعالم الكبرى للسياسة التي سيتبناها، تتضمن هذه السياسة في تحديد أهدافه وقيمة الثروة التي سيقوم بتخصيصها لهذا الاستثمار الجديد، كما يقوم كذلك بتحديد مستويات المردودية التي يتوقع الحصول عليها في مقابل المخاطر التي لا بد أن يكون واعيا بوجودها وبمدى قدرته واستعداده لتحملها.

بعد الوقوف على هذه العناصر، يجد المستثمر نفسه في مواجهة تشكيلة واسعة من الأوراق المالية ينبغي عليه الاختيار فيما بينها، وهذا الاختيار يتوقف على ثلاثة عوامل:

_ أهداف الاستثمار.

¹ أحمد السيد كردي، مقال بعنوان: مبادئ وأسس إدارة الاستثمار المالي، عبر الموقع:

_ قيمة الثروة التي يمكن توجيهها لهذا الاستثمار.

_ موقف المستثمر.

بعد الانتهاء من وضع السياسة، تأتي خطوة ثانية في العملية الاستثمارية وهي القيام بتحليل الأوراق المالية لأجل اختيار أفضل الأوراق التي تتناسب وسياسة المستثمر، وذلك باللجوء إلى مداخل تحليل الأوراق المالية: التحليل الفني والأساسي والتي سبقت مناقشتها بنوع من التفصيل في الفصل السابق، كل هذا قصد اكتشاف الأوراق التي تشهد خلافا سعريا وتلك التي تعطي فرصا أكبر لتحقيق أرباح غير عادية.

بعد القيام بالتحليل يصل المستثمر إلى مرحلة الاختيار، إذ يتوجب عليه اختيار الأوراق التي تحقق أعلى مردودية ممكنة مقابل أدنى مستوى للخطر مع مراعاة احترام مبدأ التنوع من خلال دراسة الارتباط الممكن بين الأوراق المالية، وهذا لأجل الوصول إلى محفظة كفؤة، وتكامل عملية الاختيار في نهاية المطاف ببناء محفظة الأوراق المالية.

لا تنتهي عملية الاستثمار المالي عند الخطوات السابقة إذ ينبغي على المستثمر تقييم و مراجعة محفظته باستمرار فقد تتغير أهدافه الاستثمارية، ناهيك على أن خصائص الأوراق المالية المكونة للمحفظة تتغير باستمرار وفي كلتا الحالتين لن تصبح المحفظة المكونة سابقا كفؤة وجذابة من وجهة نظر المستثمر وتتطلب القيام بتعديلها أو تغييرها.¹

المطلب الرابع: أدوات الاستثمار

أداة الاستثمار هي الأصل الحقيقي أو الأصل المالي الذي يمتلكه المستثمر لقاء الأموال التي يستثمرها، ويصطلح عليها بوسائل الاستثمار والتي يمكن تقسيمها إلى أدوات استثمار غير قابلة للتداول مثل ودائع التوفير والودائع لأجل، و أدوات استثمار قابلة للتداول، ويمكن تقسيم النوع الأخير إلى أدوات استثمار مباشر وأخرى غير مباشرة، فالأدوات المباشرة قد تتداول في سوق النقد مثل أدونات الخزنة وشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها من أدوات الاستثمار قصير الأجل، كما قد تتداول في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية طويلة الأجل.²

الفرع الأول: الأدوات المالية للاستثمار

تعدّ الأوراق المالية أبرز أدوات الاستثمار المتاحة نظرا للمرونة التي تتمتع بها، والمزايا التي تحملها وهي على عدة أنواع تختلف من حيث العائد والمخاطرة والحقوق، ولها العديد من القيم إذا ما قصدنا بذلك الأسهم العادية، فهي إذن (الأوراق المالية) على نوعين:
_ أدوات الملكية مثل الأسهم بأنواعها والتعهدات.
_ أدوات دين مثل السندات بأنواعها .

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص ص: 11-14.

² عبد الكريم بعداش، مرجع سابق، ص ص: 39، 40.

وتختلف أدوات الملكية عن أدوات الدين من حيث طبيعية الدخل ودرجة الأمان، فالأسهم تتغير عوائدها عادة بتغير الإنتاج والأرباح التي تحققها الشركة ولذلك تتميز بارتفاع درجة المخاطرة مقارنة بالسندات، أما السندات فان دخلها ثابت وتتميز بأنها أقل مخاطرة من الأسهم وهذا الاختلاف يوفر للمستثمر بدائل متعددة لاختيار الأداة المناسبة لتنويع محفظته الاستثمارية.

إن الميزة الأساسية للأوراق المالية هي مرونة التعامل بها بالإضافة إلى أن طبيعة الأسواق التي تتعامل بها تكون على درجة عالية من التنظيم و الكفاءة حيث تتميز بحسن التنظيم والرقابة بهدف الحفاظ على حقوق المستثمر وسمعة السوق المالي كما يمكن التعامل أو تداول الأوراق المالية وانجاز صفقات البيع والشراء من خلال الهاتف أو الانترنت، في حين أن أهم عيوب الأوراق المالية إرتفاع درجة المخاطر¹.

الفرع الثاني: أدوات الاستثمار الحقيقي

عديدة إذ يمثل أهمها:

أولاً: العقار

تحتل المتاجرة بالعقارات المركز الثاني بعد الأوراق المالية في عالم الاستثمار، ويتم الاستثمار فيها بشكلين إما بشكل مباشر عندما يقوم المستثمر بشراء سند عقاري صادر عن بنك عقاري مثلاً أو المشاركة في المحفظة المالية لإحدى صناديق الاستثمار العقارية.

وتصدر هذه المؤسسات أوراقاً مالية غالباً ما تكون سندات تحصل بواسطتها على أموال تستخدمها فيما بعد لتمويل مباني أو شراء العقارات.

ويلاقي الاستثمار في العقار اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين سواء في السوق المحلي أو في السوق الأجنبي².

ثانياً: السلع

تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة (بورصات) على غرار بورصات الأوراق المالية ولذا فقد أصبحنا نسمع بوجود بورصة للقطن في نيويورك أخرى للذهب في لندن وثالثة للبن في البرازيل ورابعة للشاي في سيريلانكا... الخ حيث يتم التعامل في أسواق السلع بين المستثمرين بوجود عقود خاصة تعرف بالمستقبليات أو التعهدات المستقبلية وهي عقد بين طرفين هما منتج السلعة ووكيل أو سمسار غالباً ما يكون مكتب سمسرة يتعهد فيه المنتج للسمسار بتسليم كمية معينة من سلعة معينة بتاريخ معين في المستقبل مقابل حصوله على تأمين أو تغطية تحدد بنسبة معينة من قيمة العقد.

وتشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالأوراق المالية في كثير من الوجوه وكما يلي عدا أن الاتجار بالسلع غالباً ما يكون أكبر مخاطرة من الاتجار للأوراق المالية:

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص ص: 53-55.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص ص: 82-84.

_ لكل منهما سوق متخصصة ومنظمة.

_ إجراءات البيع لكل منهما متماثلة إلى حد كبير عدا أن للأوراق المالية سوقا ثانوي غير موجودة للسلع.

_ الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بدرجة عالية نسبيا من السيولة.

_ أسعار كل منها تكون معلنة في السوق ; لا تخضع لأية مساومة.¹

ثالثا: المعادن النفيسة

لقد أصبحت المعادن النفيسة كالذهب، الفضة، البلاتين، أدوات استثمار من الصنف الحقيقي تنظم لها أسواق خاصة للتعامل خاصة عن طريق الشراء والبيع المباشر وإيداع الذهب لدى البنوك من أجل الحصول على أرباح أو تتم في شكل مبادلة أو مقايضة، مثلما يحدث في سوق المعاملات الأجنبية.²

رابعا: العملات الأجنبية

تظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية كونها نتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية، أي أنها الوجه الآخر للتعاملات الدولية والعلاقات الدولية بين الدول، ولم يكن هذا السوق الافتراضي مزدهر قبل عام 1972 عندما كانت قاعدة الذهب هي السائدة في التعامل بالعملات الأجنبية أي إمكانية تحويل الدولار إلى ذهب واستخدام نظام تعويم أسعار العملات الأجنبية لبعثها اتجاه البعض الآخر وخاصة الرئيسية منها، ويعتمد سوق العملات الأجنبية على الأسعار المعروضة من قبل أشهر المصارف العالمية في سوق نيويورك، لندن، طوكيو، وفرانكفورت، وهو سوق يعمل على مدار الساعة وتتحدد أسعار العملات حاليا مقابل بعضها في أسواق حرة تسمى أسواق القطع الأجنبي وهو السوق الذي يتم فيه مبادلات عملات الدول مع بعضها البعض وفقا لقانون العرض والطلب تتحدد أسعار الصرف الأجنبي.³

خامسا: صناديق الاستثمار

صندوق الاستثمار هو وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية وفقا لرغبات المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطر⁴، وفي هذا المضمار يمكن اعتبار صناديق الاستثمار كأداة استثمار مركبة بحكم تنوع الأصول التي تستثمر فيها، حيث أن القائمين على تسيير شؤون الصندوق يمارسون المتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء أو المتاجرة بالعقارات و السلع إلى غير ذلك من أدوات الاستثمار المختلفة، في الحالة الأولى: يتلقى البنك إيداعات العملاء ليعاد توظيفها في مجالات استثمارات مختلفة، أما في الحالة الثانية: يقوم البنك بآداء وظيفة أمين استثمارات، ويقوم البنك بإدارة أموال العملاء أو استثمارها لهم سواء كان ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة.⁵

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة 3، 2005، ص ص: 43، 44.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل، الأردن، الطبعة الخامسة، 2009، ص ص: 85، 86.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص: 61.

⁴ محمد براق، قمان مصطفى، فتيحة نتسنش، مداخلة بعنوان: أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامي، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23 و 24 فيفري 2011، ص ص: 4، 5.

⁵ أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 220.

سادسا: المشروعات الاقتصادية

هي أكثر أدوات الاستثمار انتشارا وتتمثل في المشاريع الصناعية أو التجارية أو الزراعية و تتصف مثل هذه الاستثمارات بكونها استثمارات في أصول حقيقية كالمباني والآلات والمعدات ووسائل النقل وغيرها ، ومن مميزات أنها تساهم بإنتاج القيمة المضافة للاقتصاد القومي أي إضافة قيمة جديدة للاقتصاد وتزيد من ثروة المالكين، وعلى مستوى البلد فإنها تؤدي إلى زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وفي تراكم رأس المال الثابت.¹

المبحث الثاني: محددات الاستثمار في الأوراق المالية

لا يحبذ المستثمرون عادة المجازفة والتعرض للمخاطر، وعلى هذا الأساس فهم دائما يبحثون عن الاستثمارات التي تحقق لهم أعلى الفوائد(عوائد) بأقل قدر ممكن من المخاطرة، وعلى الرغم من أن الغالبية العظمى من المستثمرين تقع ضمن هذه الفئة، إلا أن البعض منهم يجازف بالمخاطر ليضاعف عوائده، وكون المستثمرين يهابون المخاطر، لا يعني أنهم لا يتعاملون في الأسهم إلا إذا كانت خالية من المخاطر، وبالرغم من أنهم يفضلون الأسهم الأقل خطورة عند تساوي العوامل الأخرى كالأرباح مثلا، إلا أنهم قد يتعاملون في أسهم أكثر خطورة إذا كانت عوائدها أكبر بدرجة تعوّضهم عن قلقهم بسبب تلك المخاطر.

المطلب الأول: العائد

يرتبط مفهوم العائد بمفهوم الاستثمار، فالاستثمار يعبر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر مستقبلا أو ما يطلق عليها بالعوائد، ومن هنا يتحدد لنا مفهوم العائد ويمكن التمييز بين عدة أنواع منه وذلك حسب التصنيف كما يمكن حسابه حسب نوعية كل ورقة وفقا للمعادلات المعروضة في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم عائد الورقة المالية

يعرف العائد بصفة عامة على: أنه مقدار الزيادة والإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويمكن حساب العائد من خلال ذلك كما يلي:² العائد = الثروة في نهاية الفترة - الثروة في بداية الفترة

1- عائد الورقة المالية: هو الربح الذي يعود على حامل الورقة المالية أو صاحب المشروع أيًا كان نوعه، لقاء استثمار أمواله (وقته وجهده) في تلك الورقة أو المشروع.

وتأخذ عوائد الأوراق المالية ثلاث أشكال مهمة هي:

أ_ الفوائد : إذا كانت الورقة المالية تمثل اقتراضا فحامل السند مقرض لأمواله للمؤسسة التي أصدرت هذا السند وقيمة القرض هي القيمة الاسمية للسند.

ب_ توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة تمثل سهما.

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص: 59.

² محمد البشي، مبروك محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، ملتقى دولي ثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق، جامعة الشلف، يومي 26، 25 نوفمبر 2008، ص: 4.

جـ. الأرباح الرأسمالية: وينتج عن إعادة بيع الورقة بسعر أعلى من سعر شرائها¹.

الفرع الثاني: أنواع العائد

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التصنيف، فهناك العائد الفعلي، العائد المتوقع والعائد المطلوب والعائد على الأسهم والسندات.

أولاً: العائد الفعلي

هو عبارة عن المكاسب (أو الخسائر) الكلية التي يحصل عليها المستثمر خلال فترة معينة من الزمن و تتمثل عوائد الاستثمار في قيمة التدفقات النقدية المتأتية خلال فترة اقتناع². ويمكن تحديد عائد الأصل المالي بأنه إجمالي الأرباح أو الخسائر الناتجة عن امتلاك هذا الأصل خلال فترة زمنية محددة وتنتج أرباح أو خسائر².

ثانياً: العائد المتوقع

وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فسيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة³.

ثالثاً: العائد المطلوب

هو ذلك العائد الذي يسعى ويرغب المستثمر في الحصول عليه كنتيجة للتضحية بأمواله الحالية و عادة ما يكون هذا العائد ملائماً لمستوى المخاطر المقابلة له، أو التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ويتكون هذا العائد المطلوب من جزأين هما العائد الخالي من المخاطر وبدل المخاطرة.

√ العائد الخالي من الخطر: وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجّه أمواله الى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائياً أي مجالات خالية من الخطر.

√ علاوة المخاطرة: وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه لاستثمار في الأوراق المالية، ويمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج توازن الأصول المالية من خلال معادلة خط السوق.

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر} + \text{معامل بيتا}^4$$

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص:250.

² سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى علمي دولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص: 10، 11.

³ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص:32.

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص:53.

الفرع الثالث: حساب العائد

تبين المعادلات الآتية الطرق المختلفة لحساب عائد ورقة مالية وذلك حسب طبيعتها إما مستند ملكية (سهم) أو شهادة دين على الشركة (سندات).

أولاً: حساب العائد للسندات

ويتم حساب على أساس نوعين من العوائد هما: عائد موعداً الاستحقاق والعائد المتحقق كما يلي:

1_ العائد لموعداً الاستحقاق: وهو العائد الذي يحصل عليه حامل السند إذا احتفظ به إلى أن يحين موعد استحقاقه، ويمثل معدل الخصم الذي يتم استعماله لحساب القيمة الحالية لمبالغ الفائدة التي سيقبضها حامله من لحظة شرائه وإلى حين موعد استحقاقه مضافاً إليها القيمة الحالية لقيمتها الاسمية التي سيقبضها عند موعد الاستحقاق، وذلك وفقاً للمعادلة الآتية:

حيث: ع: العائد لموعداً الاستحقاق.

ن: الفترة الباقية لموعداً الاستحقاق (بالسنوات).

كما أن هناك طريقة تقديرية تعطي جواباً تقريبياً ولكنه مقبول بشكل عام لهذا العائد وتتمثل معادلته في الآتي:

$$YTM = \frac{\text{من-ص}}{\frac{+م}{2}} \times 100\%$$

حيث:

YTM: العائد لموعداً الاستحقاق،

م: القيمة الاسمية للسند،

ص: الثمن الذي دفعه حامل السند للحصول عليه في حالة المستثمر، أما في حالة الشركة التي أصدرته فهي تساوي صافي المبلغ الذي قبضته الشركة ثمناً له عند بيعه و"ص" في هذه الحالة أقل منها في حالة المستثمر لأن الشركة تدفع عمولة لمن يبيع لها إصداراتها من السندات.

ن: عدد السنوات الباقية لموعداً الاستحقاق.

ف: الفائدة الدورية التي يحصل عليها.

جدير بالذكر أن YTM أو HPY بالنسبة لحامل السند إذا احتفظ به لموعد استحقاقه وقبض جميع فوائده من لحظة شرائه إلى موعد استحقاقه وقيمه الاسمية آنذاك وكأنه باعه بقيمته الاسمية مع ضرورة استخراج القيمة الحالية للمبالغ التي لم يقبضها ولكنه من المفروض أن يقبضها إلى أن يحين موعد الاستحقاق¹.

2_ العائد المحقق أو العائد لفترة الاقتناء (HPY): وهو العائد الذي يحققه حامل السند من خلال احتفاظه به ويتألف من الفوائد التي قبضها مضافا إليها الأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي حققها عند بيعه للسند ويتم حسابه بالطريقة الآتية:

$$HPY = \frac{\text{ش-ش} + \text{الفوائد}}{\text{ش}} \times 100\%$$

حيث: HPY=العائد لفترة الاقتناء (العائد المحقق)،

ب = سعر البيع ، ش = سعر الشراء

ثانيا: حساب عوائد الأسهم

وتختلف كيفية حسابها حسب نوع السهم "عادي أم ممتاز" كالاتي:

1_ عوائد الأسهم العادية: ويمكن قياس هذه العوائد بإحدى المقاييس التالية:

أ_ عائد فترة الاحتفاظ: يعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر، حيث يقيس هذا المعيار العائد المتحقق للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، ويتكون العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة احتفاظه بالأوراق المالية (أسهم وسندات) من جزأين رئيسيين هما:

_ الأرباح الرأسمالية وتمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.

_ التدفقات النقدية الجارية وتمثل التوزيعات النقدية للأرباح أو فوائد السندات وغيرها.

ويمكن قياس عائد فترة الاحتفاظ وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{تكلفة الشراء}) + \text{التدفقات النقدية الجارية}}{\text{تكلفة الشراء}} \times 100\%$$

ب- نصيب السهم من الأرباح المحققة: يعطي هذا المقياس مؤشرا على عائد السهم بشكل عام، ويمكن استخراج ربح السهم من الأرباح المحققة باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ربح السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص لحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ج_ نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة: يقيس هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المستثمر من أرباح لقاء وجود السهم في محفظته، ويمكن استخراجه كما يلي:

$$\text{ربح السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

ويساوي أيضا: القيمة الاسمية للسهم × نسبة التوزيع المعلن عنها.²

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 253-256.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص: 56-58.

د_ الربح الجاري للسهم: يستخدم لتقييم السهم من وجهة نظر المستثمر، حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الأرباح ويقاس كما يلي:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times 100\%$$

2_ عائد السهم الممتاز: ويتمثل في التوزيعات النقدية الثابتة التي يحصل عليها حامل السهم الممتاز بصفة دورية

$$kp = \frac{DP}{PO} \times 100\%$$

ويتم حسابه بالعلاقة:

حيث

Dp : التوزيعات السنوية للسهم الممتاز،

PO: القيمة السوقية للسهم الممتاز،

kp : معدل العائد على السهم الممتاز.¹

الفرع الرابع: أهمية عائد الاستثمار

تكمن أهمية عائد الاستثمار في أهميته للمستثمر ليعرف أين يضع أمواله وما الذي سيجنيه، عندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو معيار دقيق وسريع لانجازاتهم ومؤشر يوضح لهم ما إذا كان يسيرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهما لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سوء أكان سياسيا أم اقتصاديا يؤثر في السوق وبالتالي فلين السوق سيعكس للمسؤول مدى صحة قراره أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني.²

المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعتبر المخاطر عنصرا مهما من العناصر التي يتوقف عليها اتخاذ القرار الاستثماري وذلك نظرا للعلاقة

الوثيقة التي تربطها بالعائد، ويمكن تناول هذا الموضوع بشيء من التفصيل كما يلي:

الفرع الأول: مفهوم الخطر

يمكن تعريف الخطر بأنه توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه فإذا كان معدل التغيير بين العائد المتوقع والعائد الحقيقي مرتفعا ففي هذه الحالة تتخفض درجة الخطر. وبصفة عامة هناك علاقة طردية بين العائد على الاستثمار وبين الخطر المتوقع كلما زادت مخاطر الاستثمار المتوقعة زاد العائد المتوقع.³

وتعرف على أنها وضعية ما لمجموعة أحداث متتابعة أو متزامنة احتمال حدوثها غير مؤكد وحدثها يصيب

أهداف المستثمر⁴، بمعنى أنها الظاهرة التي تحمل عاملين أساسيين هما: عدم التأكد وإمكانية الحدوث أي:

¹ Josette peyrad, Gestion Financiers internationaux, édition vuitert, 5e édition, France, p: 322.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 48، 49.

³ أسامة عبد الخالق الأنصاري، إدارة البنوك التجارية والبنوك الإسلامية، ص: 47، 48، عبر الموقع:

_ إمكانية أو احتمال الحدوث.

_ نتائجها أو آثارها إذا حدثت¹.

الفرع الثاني: أنواع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

إن المخاطر التي تنطوي عليها الأسهم والسندات فيما بينها كبيرة، حيث أن الأوراق المالية الحكومية تكاد تكون خالية من المخاطر خاصة السندات طالما أنه لا يوجد احتمال لعدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق، أما الأوراق المالية غير الحكومية وخاصة الأسهم، فإن الخطر فيها يعتبر عنصراً مؤثراً في اتخاذ القرار الاستثماري، وهو ما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تنص ف بها الأوراق المالية، وعموماً تصنف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين:

أولاً: المخاطر المنتظمة

يطلق عليها أيضاً المخاطر العامة وهي تلك التقلبات في العوائد نتيجة عوامل عامة في السوق تؤثر على جميع المنشآت مثل: التضخم، السياسات الحكومية، الظروف الاقتصادية، ويتعلق هذا النوع من المخاطر بعوائد السوق ولذا فإنها تعتبر مخاطر متعلقة بالسوق وهذه النوعية من المخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق التنويع²، ولا يقتصر تأثير العوامل السابقة على مؤسسة بعينها أو قطاع اقتصادي معين دون أن يكون لمتخذي القرارات أي قدرة في تحديدها والسيطرة عليها، ولذلك فإن هذا النوع من المخاطر إنما يسهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع³. وتتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية:⁴

_ تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.

_ لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

_ ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.

_ لا يمكن تجنبها بالتنويع (الاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية والقطاعات).

ثانياً: المخاطر الغير منتظمة (الداخلية)

يقصد بالمخاطر غير المنتظمة (الخاصة، الداخلية) تلك المخاطر التي تنفرد بها صناعة أو شركة معينة وتؤدي إلى إحداث تغيرات منتظمة في عوائد أسهمها⁵؛ بحيث تكون هذه المخاطر مستقلة عن مخاطر النشاط

¹ عبد القادر عصماني، أهمية بناء أنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20،21 أكتوبر 2009، ص: 4.

² عبد المنعم أحمد التهامي، مرجع سابق، ص: 314.

³ محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، دراسات اقتصادية، دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، جامعة الملك سعود، السعودية، العدد 08، جويلية 2006، ص: 31.

⁴ عمر عنتر، عثمان عنتر، تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال باختلاف نوعيه هذه الأسواق، ناشئة، متقدمة، مجلة علوم إنسانية، جامعة الأردن، السنة السابعة، العدد 45، 2010، ص: 3، 4.

⁵ فوزي غرابية، مروان ارشيدات، العلاقة بين بيتا المتغيرات الحسابية وبيتا السوق مقياساً للمخاطر النظامية للشركات المساهمة العامة الأردنية، دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد 23، العدد 03، 1996، ص: 116-131.

الاقتصادي، ويرجع سبب هذه المخاطر إلى جملة عوامل خاصة مثل: حدوث اضطراب عالي في مؤسسة أو قطاع معين، والأخطار الإدارية وظهور الاختراعات الجديدة وغيرها¹، ظهور اختراعات جديدة في صناعة معينة يعد مخاطر على تلك الصناعة وعدم كفاءة الإدارة في الشركة ما تؤثر على الشركة المذكورة فقط ولا تؤثر على غيرها من الشركات، وهذا معناه أن المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها الشركات التي تنتج سلع استهلاكية أو غير معمرة قد تأتي من عنصر المنافسة الذي يؤثر كثيرا على مثل هذه الصناعات، أو مقدار المديونية ومخاطر الرفع المالي وصعوبات التمويل للشركة وهذا النوع من المخاطر بالنسبة للمستثمر يمكن الحد منه من خلال تنويع المحفظة الاستثمارية وتوزيعات رأسمالها على عدد من الأوراق المالية.²

وهذا النوع من المخاطر يتميز بالآتي³:

_ تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة بذاتها.

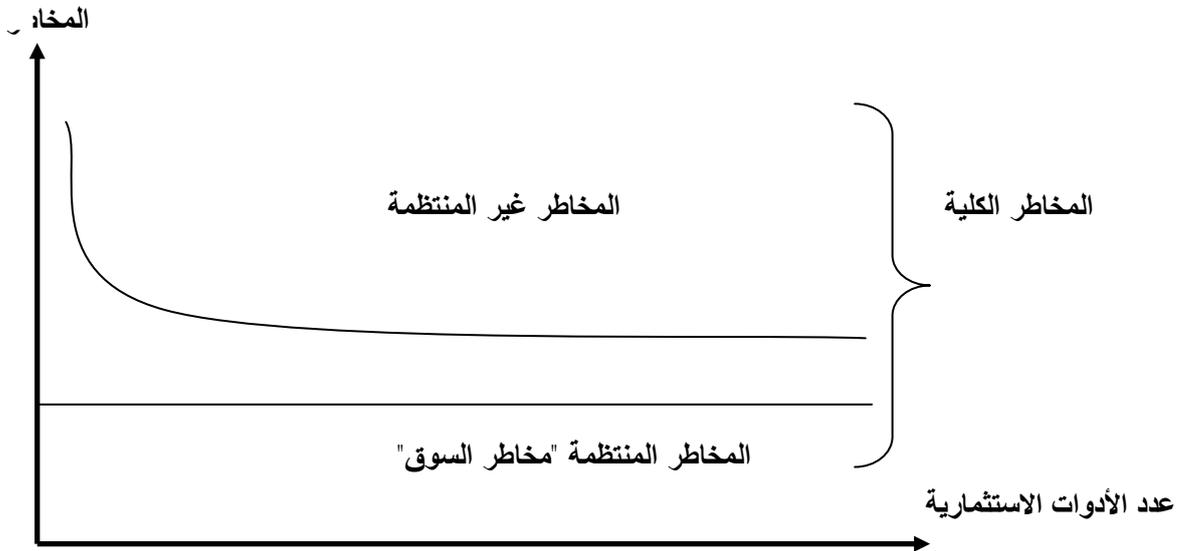
_ تؤثر إن وجدت على المرشأة المعنية.

_ يمكن تجنبها بالتنويع وتخفيضها إلى الصفر تقريبا.

_ مقياسها المطلق التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

إن مجموع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة يشكل إجمالي المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات والشكل رقم 17 يبين لنا المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة وتأثير تنويع الأدوات الاستثمارية على هذه المخاطر، إذ يلاحظ انخفاض المخاطر غير المنتظمة كلما ازداد عدد الأدوات الاستثمارية، والتنويع لم يؤثر على مخاطر السوق.⁴

شكل (رقم:17): يبين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة.



¹ محمد براق، الجودي المصدر: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري،

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص:108.

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص:222.

⁴ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص:110،111.

الفرع الثالث: أهمية دراسة مخاطر الاستثمار:

إن جميع المشاريع الاستثمارية تحمل قدرا من المخاطر نتيجة للعديد من العوامل التي تؤثر على ربحية المشروع، حيث لا توجد طريقة لتقدير هذه العوامل تحظى بدرجة تأكيد 100%، فلا يمكن التنبؤ بدقة متناهية بأسعار الشراء أو البيع أو المصروفات، وحتى إذا أمكن التنبؤ بها في ظل الظروف العادية، فإنه لا يمكن التنبؤ بها في ظل التغيير التكنولوجي أو الحروب أو الاضطرابات المحلية العالمية، وبذلك فإنه من الضروري أخذ هذه التغيرات المحتملة في حساب ربحية المشاريع الاستثمارية، فالمستثمر لا يقبل 8% من استثمار عالي المخاطر إذا أمكن له أن يحصل على هذا العائد من استثمار خال من المخاطر وكلما زادت المخاطر فإن المستثمر لا بد وأن يطلب عائداً عالي يعوّضه عن تلك المخاطر.

ولذلك نجد المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري يجري مبادلة بين العائد والمخاطر، فالمخاطر المرتفعة لا يقبل بها المستثمر إلا إذا كانت ستعود عليه بعائد أكبر، وهذه ترجع لطبيعة المستثمر نفسه فقد لا يقبل بمخاطر مرتفعة وعائد مرتفع، وإنما يرضى بعائد قليل مقابل مخاطر منخفضة وخصوصاً ذلك النوع من المستثمرين الذين لا يحبون المقامرة؛ وتجدر الإشارة إلى أن المفاضلة بين البدائل الاستثمارية لن تعتمد على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل بديل فحسب، بل أيضاً على حجم المخاطر التي ينطوي عليها كل بديل وأيضاً على درجة المخاطر في حالة تساوي التدفقات النقدية للبدائل الاستثمارية، ولذلك فإن تحليل المخاطر يتوقف في الواقع على عاملين هما:

1_ إدراك بعض خصائص التدفقات النقدية من حيث الاختلافات المتوقعة.

2_ حب المستثمر للمخاطرة أو الابتعاد عنها.¹

الفرع الرابع: طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

تعد المخاطر من بين العناصر التي تأخذ دوماً بوصفها متغيراً هاماً وحساساً عند اتخاذ القرارات المالية، وتأتي المخاطر عن طريق عدم التأكد من النتائج بسبب عدم ثبات هذه النتائج وتقبلها مع مرور الزمن أو بسبب تعدد احتمالاتها وإذا ما عرف المستثمر كيف يقيس المخاطر بالشكل الصحيح فإنه يستطيع أن يقيّم ويميز بين الأصول المالية ذات المخاطرة العالية أو ذات المخاطر المنخفضة.

وفي هذا المقام، يتم النظر إلى الطرق والأساليب التي تقيس المخاطرة، وهي عديدة حيث سنعتمد على خمسة نماذج لقياس المخاطرة لأهميتها من جهة وإمكانية تطبيقها من جهة أخرى وهي:

1_ الانحراف المعياري والتباين.

2_ معامل الاختلاف.

3_ شبه التباين.

4_ معامل التحديد.

5_ معامل بيتا.

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 62.

أولاً: الانحراف المعياري والتباين

يعرّف الانحراف المعياري بلوغ الجذر التربيعي لجمع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري.

ويعتبر التباين أحد أفضل المقاييس للمخاطرة، فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها، ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر ولكن الغاية هي الانحراف المعياري ويبقى التباين ووسيلة تسمح ببلوغ هذه الغاية.¹

$$\delta^2 = \frac{\sum(x-\bar{x})^2}{N-1}$$

ويمكن التعبير رياضياً عن التباين والانحراف المعياري كالآتي:

حيث أن: δ^2 = التباين، χ = العائد على الاستثمار، $\bar{\chi}$ = المتوسط الحسابي لعائد الاستثمار، N = عدد السنوات.

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

بينما يمكن قياس الانحراف المعياري وفق المعادلة التالية:

حيث أن: δ = الانحراف المعياري وهو يمثل الجذر التربيعي للتباين.²

ثانياً: معامل الاختلاف

يعرف معامل الاختلاف بأنه: حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد والتي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى³، بحيث يكون هذا المقياس مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين أو (سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية؛ ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد، ويقاس معامل الاختلاف بالعلاقة:

$$6 = \frac{CV}{r}$$

حيث: 6 = الانحراف المعياري، r = القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.⁴

وكقاعدة عامة فإن معامل الاختلاف (CV) هو بديل عن الانحراف المعياري (6) فإذا استطعنا الاعتماد على الانحراف المعياري (عندما تكون العوائد المتوقعة متساوية) لتحديد الخيار الأفضل فلا ضرورة لاستخدام معامل الاختلاف، حيث أن المفهومين يعكسان نسبة المخاطر في الاستثمار.⁵

ثالثاً: شبه التباين

هناك العديد من مقاييس المخاطرة التي تطرقت لها بعض الدراسات، حيث اعتبر ماركويتز أن التباين في توزيع العوائد يعدّ أحد المقاييس الفعّالة لذلك، إلا أن التباين قد واجه العديد من الانتقادات ولتفادي ذلك على اعتبار

¹ محمد براق، الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 38.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 68.

³ محمد براق، الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 39.

⁴ عبد اللطيف مصطفى، يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مجلة رؤى اقتصادية مجلة دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، الجزائر، العدد الخامس، ديسمبر 2013، ص ص: 127، 128.

⁵ عهود عبد الحفيظ، علي الحصانة، مبادئ الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2010، ص: 168.

أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر، إلا أن الواقع يشير إلى أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي، للعوائد هي التي تكون أقل من الوسط الحسابي للعوائد هي التي تؤخذ في الحسبان في عملية اتخاذ القرارات.

ويعتبر شبه التباين من أفضل المقاييس المستعملة لقياس التذبذبات في العوائد والذي يحسب وفق المعادلة أدناه:

$$S.V = \sum_{i=1}^{i=N} P(R_1 - E(R))^2$$

حيث:

$$S.V = \text{شبه التباين،}$$

$$R_1 = \text{قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة.}$$

$$E(R) = \text{عدد العوائد التي تقل عن القيم المتوقعة.}$$

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

رابعاً: معامل التحديد

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

$$R = \frac{\sum_{i=1}^{i=N}}{\sum_{i=1}^{i=N}}$$

حيث:

$$R^2 = \text{معامل التحديد،}$$

$$E(R) = \text{قيمة العوائد المتوقعة،}$$

$$E(Rm) = \text{معدل عائد السوق.}$$

ويتراوح معامل الارتباط بين +1 و -1، وعليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط من +1 أو -1 كلما كان ذلك دليلاً على أن الارتباط بين عائد السوق وعائد السهم هو ارتباط قوي فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا فإن هذا يعني وجود علاقة طردية بين عائد السوق وعائد السهم.¹

خامساً: معامل بيتا

ويقاس هذا المعاملات حساسية عائد السهم (الورقة المالية) بالنسبة لعائد السوق (الذي يتكون من جميع عوائد الأوراق الأخرى).²

¹ محمد براق، الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 41.

² طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص: 100.

ويقاس معامل بيتا المزدوج بين عائد السهم وعائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق والذي يحسب وفق الصيغة

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{var}(R_m)} = \frac{r_{im} - \delta_i, \delta_m}{\delta_m^2} \quad \text{الآتية:}$$

حيث:

β = معامل بيتا،

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = التباين المزدوج بين عائد السهم " R_i " وعائد السوق " R_m "،

$\text{var}(R_m)$ = تباين عائد السوق.

ويحسب التباين المزدوج وفق المعادلة الموالية:

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = r_i - \delta_i - \delta_m$$

حيث:

r_{im} = معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق،

δ_i = الانحراف المعياري للعائد المتوقع للسهم ¹.

وبشكل أدق يمكن القول أن بيتا يقيس مدى تغير عائد سهم ما مع التغيرات الحاصلة في السوق ويتم قياس

هذا التغير بالاستعانة ببعض المؤشرات ومن أشهر هذه المؤشرات العالمية (; *Pow Jones industrials* ,².

².(s@p 500

ولمعامل بيتا العديد من الاستعمالات نذكر منها:³

1_ استعماله في عملية المبادلة بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار بالأسهم والسندات بإتباع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

2_ التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها.

3_ يساعد في الكشف عن الأوراق الحساسة للسوق للتغيرات الحاصلة فيه.

المطلب الثالث: مصادر المخاطر الاقتصادية

ونعني بها التطرق لمسببات نشوء المخاطر الكلية (المخاطر المنتظمة مضافا إليها المخاطر غير المنتظمة)

والتي تنقسم إلى نوعين بالإضافة إلى وجود عوامل تسبب النوعين معا:

الفرع الأول: مصادر المخاطر المنتظمة

تعود المخاطر النظامية الى ذلك الجزء من التباين بين العوائد الحقيقية والمتوقعة، إذ تمثل التغيرات

الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مسببات هذه المخاطرة، ومن أهمها ما يلي:

¹ محمد براق، الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص: 42.

² عهود عبد الحفيظ علي، مرجع سابق، ص: 180.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 69.

أولاً: مخاطر أسعار الفائدة

هي التغيرات التي تحدث في العائد على الورقة المالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، باعتبار العلاقة بين أسعار هاته الأوراق وأسعار الفائدة عكسية، وتحصل هذه المخاطر عندما تكون عوائد الاستحقاقات أقل من تكلفة الموارد وتخفض بابتعاد تكاليف الموارد عن مردودية تلك الاستخدامات، كما يمس خطر سعر الفائدة جميع المتعاملين في البنوك سواء كانوا مقرضين أو مقترضين¹.

إن ارتفاع وانخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه المرحلة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها ووضع ثمنها كوديعة في البنك مثلاً تدر عليه عائداً أكبر ويرى أن التغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل². وتتغير أسعار الفائدة على الأوراق المالية مع التغيرات في كل من العرض والطلب على الأوراق المالية الحكومية، فحدوث عجز في ميزانية الدولة يتطلب تمويلاً مالياً، الأمر الذي قد يدفع بالحكومة إلى إصدار كميات إضافية من الأوراق المالية ومن ثم يزيد عرضها ولكي تدفع الحكومة المستثمرين المتحملين لشراء تلك الكميات فإنها تعتمد إلى رفع سعر الفائدة بالمقارنة بالسعر السائد على الإصدارات الحكومية الأخرى السابقة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها لانخفاض عائدها النسبي بالمقارنة بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية الحكومية؛ ويؤدي ارتفاع أسعار الفائدة على الأوراق المالية الحكومية إلى جعلها أكثر جاذبية بالمقارنة بغيرها من الأصول المالية الأخرى، وتبعاً لذلك يزيد الطلب على الأوراق المالية الحكومية ويقل على سندات الشركات، ومؤدى ذلك انخفاض أسعار الأخيرة ومن ثم ارتفاع العائد عليها ولكن ارتفاع العائد على سندات الشركات يؤدي في نهاية الأمر إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الأسهم وبالتبعية انخفاض أسعارها³.

ثانياً: مخاطر القوة الشرائية

وتتمثل في المخاطرة الناتجة من عدم التأكد من القوة الشرائية للتدفقات التي يمكن للمستثمر أن يحصل عليها أو بمعنى آخر هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة لارتفاع مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، وتسمى هذه المخاطر أحياناً بمخاطر التضخم⁴، ما يعني تدني القيمة الحقيقية للأموال المستثمرة، فالمال تضعف قيمته تماماً بما يقارب نسبة التضخم التي تطرأ على الاقتصاد العام للدولة، ومثال ذلك ارتفاع تكلفة المعيشة في الوقت الراهن مقارنة عنه في سنوات مضت⁵.

¹ Sylvie de Consergues, La Gestion de la Banque, édition Rounud, 2ème édition, France, pp: 202-205

² عبد الكريم أحمد قندوز، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، دورية محكمة تصدرها جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر، العدد 09، 2012، ص ص: 13، 14.

³ عاطف وليم انراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر 2006، ص ص: 106، 105.

⁴ محمد صالح، علي درويش، مدى فاعلية الإفصاح المحاسبي لترشيد قرارات شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر 2005، ص ص: 83.

⁵ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 32.

وعادة ما يقاس التضخم على أساس شهري وذلك بإيجاد التغير في الأسعار بين شهرين متتاليين وإيجاد المعدل السنوي يضرب الناتج في 12.¹

ويتم استخراج معدل العائد الحقيقي المطلوب على الاستثمار آخذين بالاعتبار العائد الخالي من المخاطر وفق

$$\text{المعادلة التالية:} \quad \text{المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار} = \frac{1 + \text{المعدل الاسمي للعائد على الاستثمار}}{1 + \text{معدل التضخم}} - 1$$

ثالثاً: مخاطر السوق

والمقصود هنا هو السوق المالية وتنشأ هذه المخاطر نتيجة تقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال سواء المال سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل مصطنعة وغير أخلاقية كالتشائعات والاحتكار والمقامرة² بحيث تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية، أي أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين للمستقبل، وعلى هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعق أسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر الذي يتعرض له في أسوأ الحالات، ويمكن حماية استثماراته من مخاطر السوق أي عن طريق التوقيت الصحيح لاتخاذ قراراته فلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره، بل يحاول أن يشتري و السوق يشهد بعض الركود في الأسعار إذ أن ذلك من شأنه إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع.³

ومن أبرز الأمثلة على هذا النوع من المخاطر، هي الحالة التي أصابت نيويورك سنة 1963 م بعد أن توارت إنباء اغتيال الرئيس الأمريكي كيني، فقد حدثت عمليات بيع هستيرية اضطر المؤلدين إلى إغلاق البورصة وبيعت الأسهم بأسعار منخفضة جدا وعندما فتحت البورصة بعد يومين من حادث الاغتيال عادت الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية؛ كذلك في وقت الكساد الكبير الذي حدث في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تسببت حالة الهستيريا التي أصابت سوق الأوراق المالية في انخفاض أسعار الأسهم إلى أقل من قيمتها الحقيقية.

كما ظهرت المخاطر السوقية في أخطر صورها عند الانهيار العظيم الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العلمية صباح يوم الاثنين الأسود من 19 أكتوبر 1987، حيث قدرت الخسائر التي أصابت فقط المستثمرين في الأسهم في البورصات العالمية حينئذ بحوالي 30000 بليون دولار أمريكي. وكذلك ما حدث للأسهم الكويتية فيما يعرف بأزمة سوق المناخ حين عجز المضاربون في البورصة عن الوفاء بالتزاماتها المالية إلى إصابة السوق الموازية بالشكل التام، ف أثر ذلك على البورصة الكويتية وانخفضت أسعار الأسهم بشكل عام انخفاضاً كبيراً للغاية.

ومن أحدث الأمثلة على المخاطر السوقية هو ما حدث في الأسواق المالية الآسيوية يوم الخميس الموافق 23 أكتوبر 1997 وذلك حين انهارت الأسعار أولاً في بورصة هون كونج لتعكس بعد ذلك على بورصات الدول

¹ عبد المنعم أحمد، محمد المنسي، تطوير الإفصاح المحاسبي بهدف تخفيض درجة عدم التأكد في تقدير العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المصرية - دراسة تجريبية-، دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2007، ص: 82.

² لحو بوخاري، وليد عايب، آليات الهندسة المالية كأداة لإدارة مخاطر الصكوك الإسلامية وأثر الأزمة المالية على الصكوك الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص: 9، 10.

³ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 240.

المجاورة في ماليزيا واندونيسيا واليابان ليمتد هذا الانهيار فيما بعد ولكن بدرجات متفاوتة على أسواق المال في الولايات المتحدة وأوروبا وأستراليا وكذلك ما حدث في بورصة نيويورك بعد أحداث سبتمبر 2002.¹

رابعاً: تغير المناخ العام

ويقصد به وقوع بعض الأحداث المهمة محليا أو عالميا، مثل ذلك إجراء التغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو وفاة إحدى الشخصيات المحلية أو العالمية، ذات الوزن السياسي فهذه الأحداث تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة، وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها.²

الفرع الثاني: مصادر المخاطر غير المنتظمة.

ترتبط المخاطر غير المنتظمة بعوامل تتعلق بشركة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، إذ ترتبط هذه المخاطر بأحداث معينة تؤثر على مبيعات الشركة وبالتالي اسعار ارباحها ومنه أسعار أسهمها.

أولاً: مخاطر إدارية ومالية

وغالبا ما تكون نتيجة سوء التخطيط والتنبؤ لعدم كفاءة القائمين على إدارة المشروعات واتخاذ القرار السليمة.³ ومن أوضح الأمثلة على أثر الأخطاء الإدارية ما حدث لشركة جنرال موتورز الأمريكية، فهذه الشركة تتمتع بسمعة طيبة من حيث جودة منتجاتها وسلامة مركزها المالي وبادارتها لم تحسن التعامل مع حركة حماية المستهلك التي ترأسها رالف نادر، وقد اتفق مع المحللين على أن الشركة قد تكبدت خسائر في المبيعات و الأرباح والشهرة التجارية، وهذا بالإضافة إلى التعويضات التي حكمت بها لصالح رالف نادر، وكان لهذه الخسائر أثرها السيء على سعر السهم للشركة، وقد تحمل المستثمرون في أسهم جنرال موتورز في ذلك الوقت خسائر رأسمالية كبيرة، وهذا يبين أن من الصعب الحكم على نجاح الإدارة بصورة كاملة.

وفي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى صنع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، وفي أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة: سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كإضراب العمال وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة، وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين ليحلوا محلهم، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على إدارة الأزمات؛ ولئلي يمكن الحكم على الكفاءة الإدارية يجب أن تجري عملية تقييم لكل فرد يساهم في العملية الإدارية للشركة، وهذه مهمة صعبة لا يستطيع القيام بها إلا المحللون المحترفون

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، مرجع سابق، ص: 62، 63.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 65.

³ ناظم محمد زوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص: 320.

والمستشارون الإداريون، وبالرغم من صعوبة عملية التقييم هذه إلا أنها تكون ذات أهمية كبيرة للمستثمرين في أسهم ذات حساسية كبيرة للممارسات والقرارات الإدارية.¹

ثانياً: الدورات التجارية الخاصة

ويقصد بها احتمال تقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة من كساد إلى رواج، ثم من رواج إلى كساد أو صناعة معينة، وتؤثر هذه التقلبات تأثيراً ملحوظاً على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري وعلى صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري بالتبعية.²

ثالثاً: مخاطر الصناعة

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر في غالبية (المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، هذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة وتتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث وهناك أيضاً تأثيرات متمثلة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفضيلات المستهلكين في الاقتصاديات المتطورة، فضلاً عن التأثيرات المتعلقة بظهور منتجات أو تكنولوجيا جديدة.³

وقد تتبع مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها: عدم توفر المواد الخاصة بالصناعة، ففي الحرب العالمية الثانية حدثت بسبب عدم توفر المطاط ماسبب خسائر جسيمة للشركات المنتجة للإطارات إلى أن استطاعت تصنيع المطاط الصناعي، ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة والتي كان لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومن صافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي تنتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة.

هناك أيضاً تغير أذواق المستهلكين أو التوقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات أحدث، فعند ظهور السيارات مثلاً كدست صناعة التلفزيون الغير ملون؛ كما تؤثر المنافسة الأجنبية على الصناعات المحلية، ومن أهم الأمثلة على ذلك منافسة صناعة السيارات والالكترونيات اليابانية لمثيلاتها في الولايات المتحدة الأمريكية والتي من الممكن إن تؤثر تأثيراً سيئاً عليها إذا لم تتطور الأخيرة لتستطيع مواجهة هذه المنافسة، أو إذا فشلت الشركات المصنعة للسيارات في إقناع الحكومة الأمريكية بحماية الصناعة المحلية عن طريق سن القوانين الجمركية التي تحد من الاستيراد في بعض الأحيان يكون لمخاطر الصناعة تأثير كبير ومستمر وفي بعض الأحيان يكون تأثيرها ضعيفاً مؤقتاً.⁴

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 64، 65.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 65، 66.

³ حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤى اقتصادية، مجلة اقتصادية دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي _ الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر 2012، ص: 56.

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 66.

الفرع الثالث: المخاطر المشتركة بين المخاطر النظامية وغير النظامية

إن أي تغيير في الأرباح سيؤثر على سعر السهم في السوق بالتبعية، لذلك يهتم المستثمرون بمعرفة مدى الرفع المالي والتشغيلي الذي تستخدمه الشركة لأجل تقرير مستوى المخاطرة المرتبطة بهذا السهم ، ومن بين هذه المخاطر نجد:

أولاً: مخاطر الرفع التشغيلي

يرتبط الرفع التشغيلي بهيكل التكاليف أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة من إجمالي أصول المشروع وترتفع درجة مخاطر الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة لرأس مال المشروع وتعرض الشركات ذات الكثافة الرأسمالية لهتل هذه المخاطر مثل شركات الطيران، معامل الاسمنت، مصانع الحديد والصلب... الخ، ونعني بارتفاع درجة الرافعة التشغيلية أن أي تغيير في المبيعات ينتج عنه تغيير كبير أو قليل في أرباح المشاريع وأن أي زيادة في المبيعات ينتج عنه زيادة كبيرة في الأرباح وانخفاض في المبيعات يؤدي إلى انخفاض الربح وهذا يعني أن الرافعة سلاح ذو حدين، ولذلك فمخاطر الرفع التشغيلي تعتمد على هيكل إجمالي التكاليف في الشركة أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة من إجمالي التكاليف وبوجود علاقة طردية بينهما، إذ أن التكاليف المتغيرة تتميز بنفس معدل التغيير في مستوى المبيعات فعند انخفاض مستوى النشاط يمكن تخفيضها، والعكس أيضا صحيح، بحيث تكون هذه التكاليف ثابتة للوحدة الواحدة ومن أمثلتها كلفة المواد الخام وعمولة البيع والأجور المباشرة¹، ونقاس درجة الرفع التشغيلي عادة بالمعادلة التالية:

$$DOL (\text{درجة الرفع التشغيلي}) = \frac{\text{عائد المساهمة (المساهمة الحديثة) } MC}{\text{ربح التشغيل قبل الفوائد والضريبة (EBIT)}} \text{ أو } \frac{\text{المبيعات - تكلفة المبيعات}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}$$

وتجدر الإشارة هنا إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط هي الأخرى بدرجة الرفع التشغيلي (DOL) والعلاقة بينهما طردية، فكلما ارتفع الرفع التشغيلي في المنشأة ترتفع معه نقطة تعادلها والعكس بالعكس؛ من هذا يمكن استنتاج مخاطر الرفع التشغيلي حيث أن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي تؤدي إلى ارتفاع نقطة التعادل وهذا ما يؤدي بالضرورة إلى وجود علاقة طردية بين درجة الرفع التشغيلي والمخاطرة.³ ويمكن قياس درجة المخاطرة التشغيلية من خلال معرفة عدد وحدات نقطة التعادل للشركة المنشأة كما يلي:

$$\varphi = \frac{F}{P - V}$$

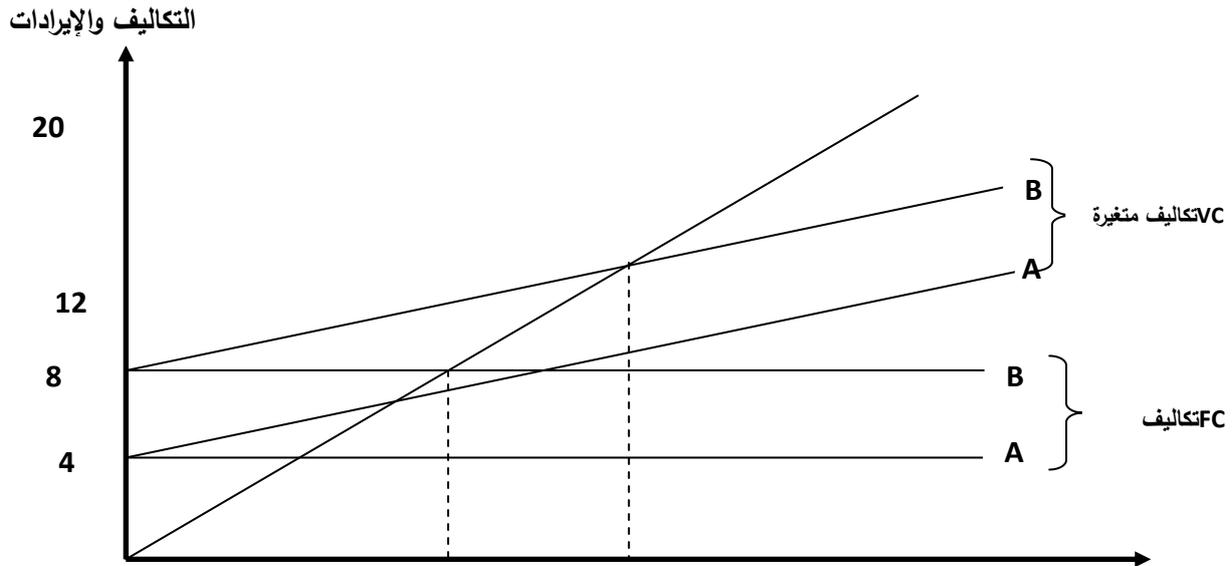
DOL درجة الرافعة التشغيلية، φ = وحدة التعامل المبيعة، F = التكاليف الثابتة المبيعة، V = التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة، P = سعر الوحدة الواحدة.

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص: 121.

² أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2008، ص: 193.

³ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 67.

شكل (رقم:19): نقطة التعادل والرافعة التشغيلية.



المصدر Q كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، نقطة A: 123. نقطة B

ثانيا: مخاطر الرافعة المالية

هي تلك المخاطر التي ترتبط بطبيعة هيكل رأس المال أي الأهمية النسبية لتكوين رأس المال من حقوق الملكية والقروض، فتمويل هيكل رأسمال الشركة يتم عادة بواسطة حقوق الملكية أي بالأموال التي تحصل عليها الشركة من المساهمين أصحاب المشروع أنفسهم نظير شراءهم للأسهم أو استخدام الاحتياطات والأرباح المحتجزة المتوفرة لدى المشروع أو التمويل بالاقتراض أي الحصول على الأموال من الغير مقابل معدل فائدة معين مثل الاقتراض من المصارف أو التمويل بالسندات طويلة أو قصيرة الأجل¹، وينشأ عن التمويل بالاقتراض ما يسمى مخاطر الرفع المالي² لذلك فإن الشركات التي تمول نسبة عالية من رأسمالها بالاقتراض تكون أكثر عرضة لمخاطر الرفع المالي لأنها ملتزمة بتسديد الفوائد وخاصة إذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية للموجودات ويكون مخاطر الرفع المالي مرتفع³.

بناء لما تقدم يرتطم الرفع المالي بما يعرف بهيكل رأس مال المنشآت فإذا كانت الديون تشكل نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية للموجودات يكون الرفع المالي مرتفعا والعكس بالعكس. وتقاس درجة الرفع المالي (DFL) عادة بالمعادلة التالية:

$$DFL = \frac{\text{ربح التشغيل قبل الفوائد و الضريبة (EBIT)}}{\text{صافي الربح قبل الضريبة (EBT)}}$$

¹ نفس المرجع السابق، ص: 148.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 68.

³ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص: 129.

وكلما ارتفعت درجة الرفع المالي ترتفع المخاطرة والعكس صحيح وتقيس (DFL) عادة درجة استجابة أو حساسية عائد السهم (EPS) للتغير الحادث في ربح التشغيل قبل الفوائد والضريبة ($EBIT$).¹ هذا ويمكن لآثار نوعي الرفع المالي والتشغيلي أن تتضافر معها لتنتج ما يعرف بالرفع المشترك في المبيعات ويمكن تحديد درجة الرفع المشترك (DCL) درجة استجابة أو حساسية عائد السهم العادي (EPS) لأي تغير يحدث في المبيعات ويمكن تحديد درجة الرفع المشترك من خلال المعادلة التالية:

$$DCL = DFL \times DOL \quad \text{أو} \quad DCL = \frac{MC}{EBT}$$

حيث:

DCL = درجة الرفع المشترك.

DFL = درجة الرفع المالي.

DOL = درجة الرفع التشغيلي.

MC = المساهمة الحديثة "عائد المساهمة".

EBT = صافي الربح قبل الضريبة.²

ثالثاً: الرافعة الكلية

وتسمى أيضاً بالرفع المشترك أو الموحد، وهو عبارة عن حاصل ضرب درجة الرافعة التشغيلية بدرجة الرافعة المالية.³

ويتضح مما سبق بأن المخاطر غير المنتظمة هي المخاطر المتبقية غير المفسرة من خلال حركة السوق، لذلك لا توجد مخاطر غير منتظمة بالنسبة للسوق ككل، في حين أن المخاطر غير المنتظمة يمكن القضاء عليها عن طريق تنوع الاستثمارات من حيث أدوات الاستثمار في الأسهم و السندات أو من حيث القطاعات الممكن الاستثمار فيها كالاستثمار في الأسهم أو في قطاع المصارف أو التأمين أو الخدمات أو الصناعة أو من حيث الاستثمار في أدوات محلية أو أجنبية.

أما بالنسبة للمخاطر المنتظمة فلا يمكن تجنبها أو التقليل منها عن طريق التنوع لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة بحد ذاتها.⁴

المطلب الثالث: المبادلة بين العائد والخطر

تعتبر المبادلة بين العائد والمخاطرة من أهم الأسس التي يعتمد عليها قرار الاستثمار نظراً لوجود ارتباط مباشر بين العائد والمخاطر، فكلما زاد العائد المتوقع من الاستثمار ازدادت المخاطر، فالمستثمر يقوم بالاستثمار في مجال معين يتعرض لمخاطر، وعليه يجب أن يكون هناك عائد متوافق مع درجة الخطورة التي يتحملها المستثمر.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص ص: 68، 69.

² نفس المرجع السابق، ص ص: 69، 70.

³ موسى شقيري نوري، وآخرون، مرجع سابق، ص: 55.

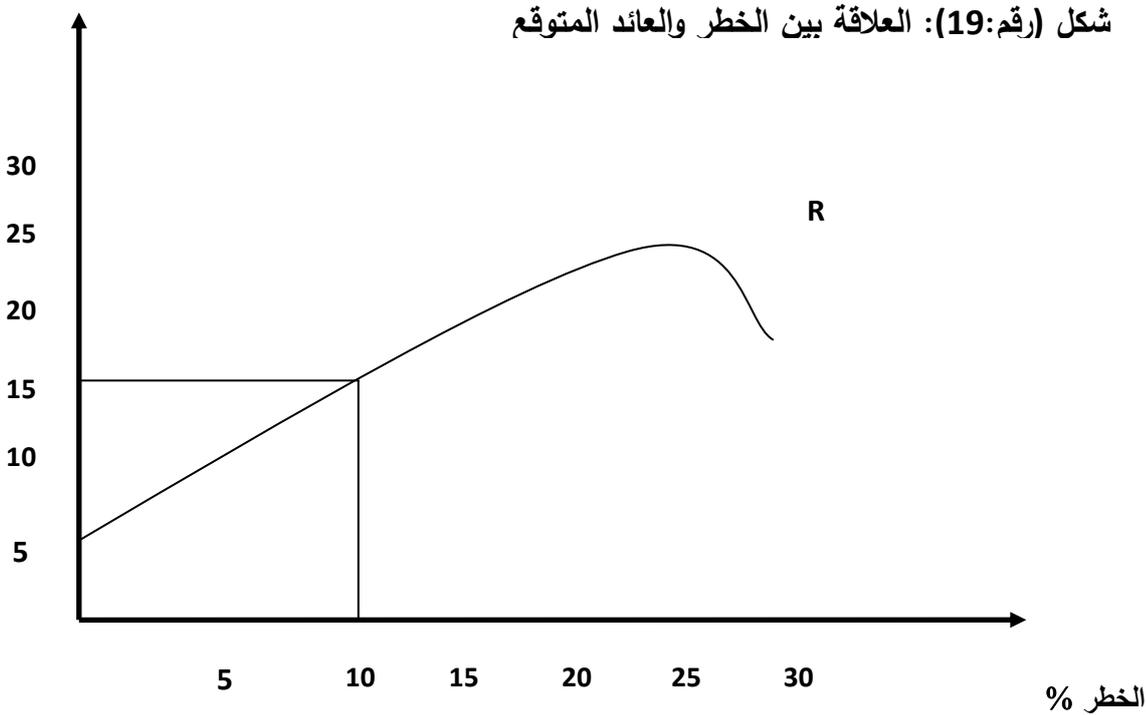
⁴ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 66.

الفرع الأول: العلاقة: عائد_ خطر:

من خلال ما سبق يمكن أن نستخلص أن عنصر الخطر من العناصر الهامة التي تؤثر على اتخاذ قرارا الاستثمار؛ فإذا كان معدل التغير بين العائد المتوقع والعائد الفعلي مرتفع، ففي هذه الحالة تكون درجة الخطر مرتفعة، وإذا حث العكس تكون درجة الخطر منخفضة. وبصفة عامة هناك علاقة طردية بين العائد إلى الاستثمار وبين الخطر المتوقع، حيث يتحمل المستثمر أخطار أكبر من أمل أن يزيد العائد المتوقع¹،

ويمكن تمثيل هذه العلاقة بيانياً وفقاً للشكل رقم 19 التالي:

العائد المتوقع %



المصدر: توفيق محب خلة، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص:162

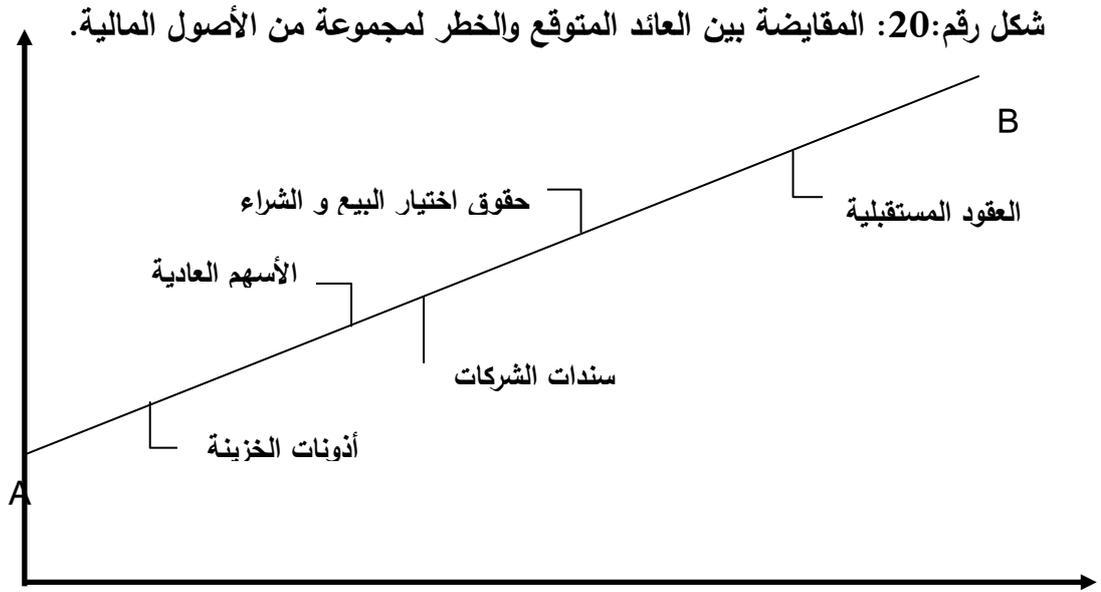
ويلاحظ من المنحنى أنه كلما زاد الخطر المتوقع زاد العائد، فعند مستوى الخطر 5% مثلاً يكون العائد حوالي 10% وعند مستوى الخطر 10% يكون العائد المتوقع 15% وهكذا، حتى الوصول إلى النقطة R والتي تكون عندها أي زيادة في الخطر قد تؤدي إلى عائد منخفض².

في حين يشير الشكل رقم 20 إلى أنواع الأصول المالية المختلفة التي يستطيع المستثمر المفاضلة بينها وفقاً لمفهوم العلاقة بين العائد والخطر حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة على هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقابل له.

¹ توفيق، محب، خلة، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص:162.

² نفس المرجع السابق، ص:163.

العائد المتوقع



المصدر: محمد الحناوي وآخرون، مقدمة في الاستثمار، مرجع سابق، ص:163.

يعبر الخط AB من الشكل السابق عن العلاقة القائمة بين كل من العائد المتوقع والخطر المصاحب له لكل نوع من أنواع الأصول المالية، حيث يستطيع المستثمر أن يختار أي نقطة على هذا الخط ليحدد عندها العائد المتوقع من استثمار معين والخطر المقبل له يتجه ميل هذا الخط إلى الأعلى بشكل دائم لأن المحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع وبالتالي فإن المستثمر الرشيد لن يكون على استعداد لتحمل مخاطر إضافية إلا إذا تم تعويضه عن هذه المخاطر، حيث تشير النقطة أسفل المنحنى A ذات إحداثيات (عائد، خطر) (5 مثلاً، 0) إلى الأصول الخالية من المخاطر (النقدية) مثل أذونات الخزينة فهذا يعني أنه يقبل بالعائد الخالي من المخاطر فهذا يعني أنه يقبل بعائد قليل مقابل مخاطر معدومة، وإذا انتقل نفس المستثمر إلى نقطة أخرى من نفس الخط كالاستثمار في السندات المصدرة بواسطة الشركات ثم الاتجاه إلى الأسهم حتى يصل إلى المشتقات المالية، فإنه على يقين أن أي زيادة في العائد يترتب عليها زيادة درجة المخاطرة التي سوف يتحملها، فكلما زاد طلب المستثمر لعائد أكبر تزداد المخاطر المصاحبة لهذا العائد.¹

وتتوقف درجة قبول المستثمر للمخاطر على عدة عوامل منها:²

_ نوعية المستثمر هل هو متحفظ أو مقامر.

_ أهداف المستثمر من عملية الاستثمار وحجم الأموال المتاحة لأغراض الاستثمار.

¹ بالاعتماد على:

- محمد حناوي، نهال فريد مصطفى، ميادئ وأساسيات الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص ص: 23، 24.

- قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص: 70، 71.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 71.

وهنا لا بد أن نشير إلى أن عملية المقايضة بين العائد والخطر للوصول إلى قرار الاستثمار واختيار نوع الأوراق المالية تعتمد على توقعات المستثمرين عن المستقبل وبالتالي تتم قبل اتخاذ القرار مما يؤكد صعوبة اتخاذ قرارات الاستثمار.¹

الفرع الثاني: مبدأ المبادلة بين العائد والخطر

وينشأ مبدأ المبادلة بين المخاطر والعوائد من نقاط أساسية هي:

- _ إن جميع المستثمرين يهابون المخاطر.
- _ درجة الخوف من المخاطرة تختلف من مستثمر إلى آخر.
- _ جميع المشاريع الاستثمارية لها مخاطر وعوائد.
- _ إن المستثمر يبحث دوماً عن المشروع الذي يحقق أقصى ما يمكن من العوائد مع أقل ما يمكن من المخاطر أو عن المشروع الذي تتلاءم عوائده مع مخاطره.
- في حالة المفاضلة بين مشروعين أحدهما ذا مخاطر عالية وفوائد عالية والآخر ذا مخاطر متدنية يقوم كل مستثمر باختيار المشروع الذي يتلاءم مع مستوى هيباه من المخاطر ولكن ضمن حدود فهو لكي يقبل مثل هذا المشروع يجب أن يكون العوائد الناجمة منه ملائمة للمخاطرة.
- يتم التأكد من أن مخاطر المشروع ملائمة لعوائده عن طريق استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: Capital Asset Pricing Model، والذي يرمز له بالحروف CAMP ولهذا النموذج معادلة تبيّن مستوى العائد المتوقع من المشروع "السهم مثلاً" عند مستوى المخاطر الذي يتصف بها ذلك السهم وقاعدة القرار هي إذا كان جواب المعادلة أكبر من العوائد الفعلية للسهم يكون السهم غير جذاب لأنه يعطي عوائد أقل مما هو متوقع منه بالنسبة للمخاطر التي يتصف بها، أما إذا كان جواب المعادلة أقل من العوائد الفعلية فيكون السهم جذاباً لأنه يعطي عوائد أكثر مما هو متوقع منه بالنسبة لمستوى المخاطر الذي يتصف بها، أما إذا تساوى جواب المعادلة مع عوائد السهم الفعلية فيكون السهم جذاباً نوعاً ما لأنه يتماشى مع الوضع العادي السائد في السوق ، أما المعادلة المذكورة "معادلة النموذج تسعير الأصول الرأسمالية" فهي:

$$K_j = R_F +$$

حيث:

$$K_j = \text{العائد المطلوب للسهم "س"}$$

$$R_F = \text{العائد الخالي من المخاطر}$$

$$B_j = \text{بيتا السهم س}$$

$$r_m = \text{عائد السوق}$$

¹ محمد حناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص:24.

أما العائد الذي يخلو من المخاطر (R_F) فهو عائد اذونات الخزنة ذات استحقاق ثلاث شهور وهي تخلو من مخاطر عدم الوفاء¹؛ أما عائد السوق فهو متوسط الحسابي لعوائد الأسهم الموجودة في السوق ويتم حسابه بالاستعانة بمؤشر سوق الأسهم.

المبحث الثالث: القرارات الاستثمارية في السوق المالي:

باعتبار أن المستثمر المالي مرتبط بآليات تمكنه من تحقيق مختلف المشاريع التنموية ولعل أهمها الآليات التمويلية والمتمثلة أساساً في البحث عن مصادر الادخار وكذا الوسائل الكفيلة بتعبئتها لأغراض التنمية، ويعتبر القرار الاستثماري أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر حيث يقوم هذا القرار على جملة من المبادئ والمقومات بما يخدم الأهداف المراد تحقيقها من هذا الاستثمار وذلك بالاستناد إلى معلومات موثوق فيها وخاصة المعلومات المحاسبية.

المطلب الأول: ماهية القرارات الاستثمارية

يعتبر قرار الاستثمار خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة، وهناك ثلاث أنواع من القرارات الاستثمارية، كما يقوم هذا الأخير على مجموعة من المبادئ.

الفرع الأول: مفهوم القرار الاستثماري

القرار الاستثماري هو ذلك القرار الذي يعتمد على اختيار البديل الاستثماري، الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بدلين على الأقل، ولا يتم اتخاذ القرار إلا بعد إجراء جملة من الدراسات والتطرق إلى مراحل تنتهي باختيار قابلية البديل للتنفيذ، وفقاً لأهداف طبيعة الاستثمار.

يشير التعريف إلى وجود العديد من البدائل الاستثمارية، إذ يجب على متخذي القرار اتخاذ البديل الأمثل بناءً على مؤشرات تتسم بالموضوعية، ولكن عادة ما يكون متخذ القرار أمام بديل واحد يراودهم خيار استثمار أم لا؟. يتميز القرار الاستثماري بنوع من الصعوبة والخطورة كونه يتعلق برهانات المستقبل، ولا يقتصر الاستثمار على الأصول الثابتة فقط، بل يمس كذلك الزيادة في الأصول المتداولة.²

الفرع الثاني: تصنيف القرارات الاستثمارية

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة، وهناك ثلاث أنواع:³

* إلا أنها لا تخلو من مخاطر التضخم الكبير الذي يسبب انخفاض القوة الشرائية للنقود لذلك فهي لا تخلو تماماً من المخاطر ولكنها اعتبرت كذلك لقصر موعد استحقاقها، ثلاثة شهور، وهي مدة تجعل تأثير التضخم محدوداً جداً خاصة إذا كان التضخم معتدلاً.

² عد الغفور دادن، محاولة بناء نموذج الترشيح قرار الاستثمار في الأوراق المالية: حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2010-2011، ص: 31، 32.

³ سليمة نشنتش، مرجع سابق، ص: 1-15.

أولاً: قرار الشراء

يتمثل هذا القرار في رغبة المستثمر في حيازة أصل مالي، ويتم اللجوء إلى هذا القرار عندما يرى المستثمر بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات، تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، فهذه المعادلة تكوّن الرغبة والحافز لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.

ثانياً: قرار عدم التداول

في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية الحالية تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة وفي خضم هذه الوضعية لا تكون هناك عوائد ينتظرها المستثمر، وبالتالي لا يقوم بأي قرار سواء قرار الشراء أو البيع.

ثالثاً: قرار البيع

ويلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة وبالتالي في هذه الحالة يرى المستثمر بأن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح، وعندما يتخذ قرار البيع وينتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها قوى العرض والطلب في السوق، ليعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء من عدمه، وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.

الفرع الثالث: المقومات الأساسية لقرار الاستثمار

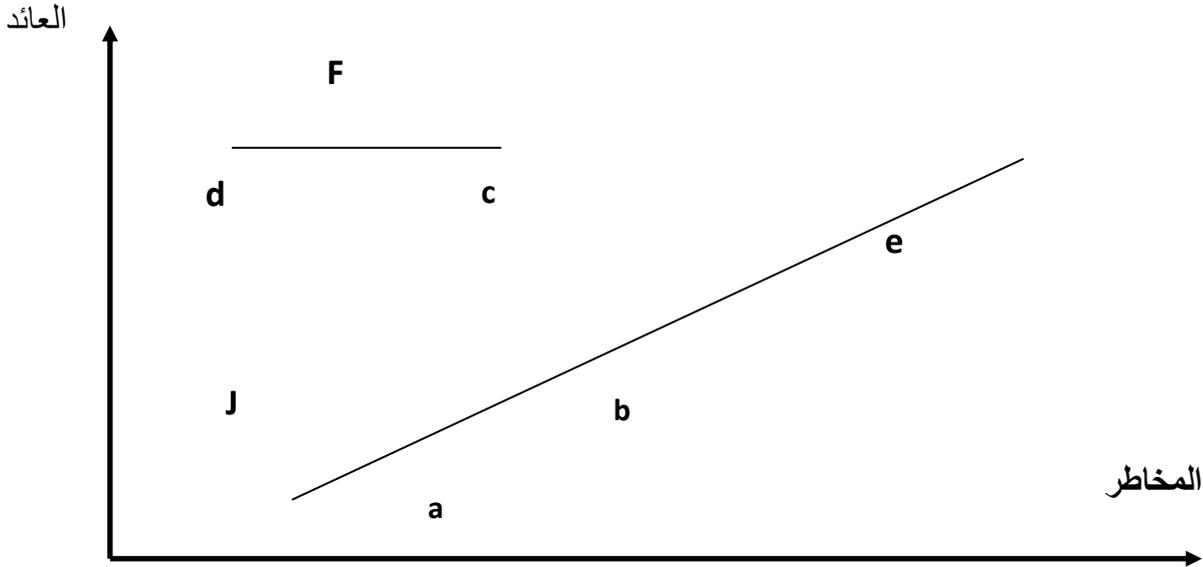
يقوم القرار الاستثماري الناجح على مقومين أساسيين:

أولاً: الإستراتيجية الملائمة للاستثمار

يتبناها المستثمرون وتختلف حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري والذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله اتجاه العناصر الأساسية الثلاث: أ_ الربحية، ب_ السيولة، ج_ الأمان. ويعبّر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يعبّر عن ميله اتجاه العنصرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعد لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه، وعلى هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما "هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة، والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى" وذلك كما هو موضّح بالشكل الآتي:¹

¹ محمد مطر، مرجع سابق، ص:40.

شكل (رقم: 21): منحنى التفضيل الاستثماري.



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، دار وائل، الأردن، الطبعة الخامسة، 2009، ص: 40.

يَعبر المنحنى عن العائد بدلالة مستوى المخاطرة بحيث تعتبر كل الأدوات الاستثمارية (a,b,c,d,e) مفضلة لدى المستثمر، ذلك أنها تقع على منحناه التفضيلي، أما بالنسبة لكل من f,z لا تقعان على المنحنى التفضيلي، فالأداة z غير مقبولة لأنها تحقق عائد أقل مقارنة بالنقطة d بالرغم من أن هذه الأخيرة تتساوى معه النقطة z من ناحية مستوى المخاطرة.¹

ثانياً: الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

1_ مبادئ صنع القرار الاستثماري:

إن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يستند إلى تحقق أمرين هما:

الأمر الأول: أن يسلك في اتخاذ القرار ما يعرف بالمدخل العلمي، والذي يقوم عادة على مراحل تسمى بمراحل

اتخاذ قرار الاستثمار والمتمثلة في الخطوات التالية:²

- _ تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- _ تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.
- _ تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكممة في القرار.
- _ تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.
- _ اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، مرجع سابق، ص: 39، 40.

² محمد سعيد أبو وطفة، دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009، ص: 41.

الأمر الثاني: جدير بمتخذ القرار الاستثماري أن يعتمد على بعض المبادئ والمعايير الموضوعية في اتخاذ القرار، ومن بين هذه المبادئ:¹

1_ مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: يستمد هذا المبدأ أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، لذلك يفترض بمتخذ القرار الاستثماري اختيار ما يناسبه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار.

2_ مبدأ الخبرة والتأهيل: ينصّ هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، لذا يفترض بالمستثمر عديم الخبرة الاستعانة بفئات المستشارين والمحللين المختصين، حتى ولو كلفه هذا دفع أتعاب مقابل الخدمات التي يؤدونها.

3_ مبدأ الملائمة: يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له.

4_ مبدأ التنوع "توزيع المخاطر الاستثمارية": أي قيام الوحدة بتنوع أدوات استثمارها بهدف توزيع المخاطر الاستثمارية وتحقيق أفضل عائد ممكن لهذه الاستثمارات، بحيث يتم الاعتماد على مبدأ الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول إلى أفضل مزج للأدوات الاستثمارية بعد دراسة كافة العوامل والمتغيرات الأخرى والاستمرار بمراقبتها سواء كانت تطورات الاقتصادية، المناخ الاستثماري، أو معايير الاستثمار المتبعة دولياً.

يشير المثل القائل "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة" إلى خطورة وضع كل الأموال واستثمارها في نوع واحد من القنوات الاستثمارية المتاحة، ويشجع بالتالي على حماية الاستثمارات من المخاطر المحتملة التي قد تحيق بها عن طريق تنوعها.

واستناداً إلى هذه القاعدة انتشرت منذ سنوات استراتيجيات استثمارية تسمى بالانجليزية Asset allocation أو assetmix أي ما يمكن ترجمته بالعربية "بمزج الأصول"، وهذه الاستثمارات يطبقها بالدرجة الأولى عدد من مديري صناديق التقاعد والاستثمار التي تضم مبالغ ضخمة جداً و تقوم هذه الاستراتيجيات على توزيع الأموال المراد استثمارها على عدة وسائل استثمارية وبنسب مختلفة.

من هذه الوسائل ما هو تقليدي ومنتشر عالمياً كاستثمار في الأسهم المحلية والعالمية على اختلاف أنواعها، السندات طويلة الأجل، المعادن الثمينة، العقارات والتجارة الآجلة بالسلع، ومنها ما هو خاص ويقتصر على فئات قليلة من الاستثمار، كاستثمار في الطوباع النادرة والتحف والأعمال الفنية وغيرها.²

مما سبق نجد أن متخذ القرار الاستثماري الصحيح هو الذي يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ قراره، بالإضافة لذلك عليه أن يراعي المبادئ والمعايير السابقة في اتخاذ هذا القرار، وذلك لتحقيق العائد أو الهدف من هذه الاستثمارات.

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 41، 42.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشريقات، الاستثمار في البورصة "أسهم، سندات، أوراق مالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص:

المطلب الثاني: أسس اتخاذ القرار الاستثماري في الأوراق المالية

قد يقرّر المستثمر توجيه مخراته للاستثمار في الأوراق المالية تحقيقاً لأهداف استثمارية معينة، والقرار في هذه الحالة هو اختيار للاستثمار طويل الأجل تحوطه المخاطر، ويعكس تفضيل المستثمر له مقارنة بخيارات استثمارية أخرى على أساس العائد، وقد يتحدّد خيار المستثمر في شراء السندات، أي إقراض أمواله للغير لاستخدامها نظير سعر فائدة معلوم مسبقاً، وهذا النوع من الاستثمارات هو أكثر أنواع الخيارات ملائمة للمستثمر الفرد خاصة إذا كان راغباً في تحمل مخاطر استثمارية بالمقارنة مع إيداعها لدى البنوك.

أما إذا تحدّد اختياره للاستثمار في الأسهم، فهو في الواقع يقرّر التمتع بمبدأ الملكية ويرغب في ممارسة حقوق المساهمة بشكل كامل، وما قد يترتب على هذا الخيار من التزامات تتمثل في طول ملكيته للسهم، و شراكه بفاعلية في عملية اتخاذ القرار وإدارة الشركة، وحرصه على تطبيق مبادئ الإدارة الرشيدة و ليس من المتوقع أو من المناسب في هذه الحالة أن يتصرف المستثمر تصرفات الساعي فقط إلى الأرباح الرأسمالية السريعة وبالتالي ينقلب في ممارساته إلى مضارب، والمضاربة هنا إجراء معاكس تماماً لمفهوم الاستثمار السليم.

فالاستثمار في الأوراق المالية وبخاصة الأسهم يتسم بميزة قد لا تتوافر في غيره من الاستثمارات و خاصة في مسألة الريح أو العائد فالأرباح على الأسهم تتحقق بوسيلتين، أي تأتي من خلال قناتين: الأولى تتخذ شكل أرباح نقدية توزعها الشركات على حملة الأسهم والثانية الأرباح الرأسمالية التي تتجم عن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق، كما أن الاستثمار في الأوراق المالية يعدّ من قبيل الاستثمارات السائلة التي يمكن بيعها بسهولة، فإذا كانت الصعوبة تكتنف تحويل الاستثمارات إلى نقود، فإنها في الغالب تفقد قيمتها المالية ولهذا فإن الاستثمارات السائلة تتمتع المستثمر الشعور بالأمان وتمنحه الفرصة لتبديل مراكزه الاستثمارية وتصحيح أخطائه كما أن الاستثمارات السائلة تتميز بالمرونة وتجعل المستثمر قادراً على مواجهة الظروف الاقتصادية المتغيرة¹.

ومن المبادئ الهامة التي يجب على المستثمر أن يلتزم بها عند اتخاذ القرار الاستثماري، أن المعلومات هي العنصر الرئيسي والحاسم في اتخاذ القرار فالمعلومات هي التي تمكنه من الحكم على جدوى الاستثمار ومدى ملائمته لأهدافه الاستثمارية، والمخاطر التي قد يتعرض لها والعائد الذي يمكن أن يحصل عليه والاستفادة من المعلومات تتوقف على قدرة المستثمر الفنية على تحليل البيانات وإلا فعليه اللجوء إلى المتخصصين وذوي الخبرة للاسترشاد بنصائحهم وآراءهم الفنية.

وتتوفر المعلومات من خلال ما تصدره الشركة المعنية من نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات التي يجري إعدادها طبقاً للقواعد التي سيتم مناقشتها فيما بعد.

ويتضمن القرار الاستثماري بلورة الهدف من الاستثمار ثم تحديد الأداة أو الخليط من الأدوات المالية المرغوبة سواء كانت أسهم أو سندات أو كليهما وقرار الاستثمار في الأسهم يعني بالدرجة الأولى استعداد المستثمر للدخول في استثمار طويل الأجل يتمثل في شراء حصة أو نصيب في رأسمال شركة ما يجري اختيارها بدقة، بهدف المساهمة فيها أي المشاركة في إدارتها وتحمل مسؤولياتها ومخاطر السوق المحيطة بها، حتى يمكن تعظيم أرباحها

¹ طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 20.

وبالتالي تعظيم العائد على استثماره في المستقبل وشراء الأسهم بالمخالفة لهذه المبادئ لا يعد استثماراً ويخرج عن نطاق المفاهيم الحاكمة لسوق الأوراق المالية.

أما الاستثمار في السندات فهو القرار بالموافقة على إقراض الشركة المصدرة لهذه السندات بهدف الحصول على عائد مؤكد بدرجة عالية من اليقين وثابت طوال مدته، ويناسب الاستثمار في السندات المستثمر الفرد ذو المدخرات القليلة نسبياً، والغير قادر على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية. وفي كلا الحالتين، فالقرار الاستثماري لا يعد قراراً للاستثمار الأمثل نظراً لارتفاع درجة المخاطر المصاحبة نتيجة التركيز في أصل واحد أو عدد محدود من الأصول إذا ما قورن بما يمكن الحصول عليه من عوائد إذا ما تنوعت استثماراته في محفظة متعددة الأصول ومختلفة الأنواع يتم تكوينها بطريقة متوازنة، وتلعب المعلومات هنا دوراً غاية في الأهمية والحيوية عند اتخاذ أية قرار استثماري شريطة أن تكون تلك المعلومات صحيحة ودقيقة، وهو ما يطلبه القانون وما تطلبه القواعد واللوائح المنظمة لسوق الأوراق المالية، يتم توفيرها من خلال أدوات الإفصاح كنشرة الاكتتاب والقوائم المالية والتقارير السنوية وغيرها.¹

المطلب الثالث: دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي

تلعب المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة وتخفيض حدة أو درجة هذه الأخيرة، الأمر الذي ينعكس على حجم السوق وبالتالي حجم التعامل فيه، وهذا ما سيثبته المطلب الموالي.

الفرع الأول: مفهوم المعلومات المحاسبية

- تعرّف المعلومات على أنها: عبارة عن البيانات التي تمت معالجتها بشكل ملائم لتعطي معنى كاملاً بالنسبة لمستخدم ما، مما يمكنه من استخدامها في العمليات الجارية والمستقبلية لاتخاذ القرارات.²

- في حين تعني المحاسبة: نشاط يقوم على القياس والاتصال من خلال حصر وتجميع وتشغيل وتحليل البيانات الاقتصادية ثم إعداد التقارير اللازمة لإيصال تلك المعلومات للأطراف المعنية، والتي لها اهتمام بأنشطة المؤسسة سواء كانوا أطراف داخليين أو خارجيين.³

ومنه فإن المعلومات المحاسبية تعبر بيانات عولجت للحصول على مؤشرات ذات معنى تستخدم كأساس في عملية اتخاذ القرارات والتنبؤ بالمستقبل، ويتعين التوازن في إعداد هذه المعلومات من حيث التفصيل أو الاختصار حتى تكون ذات منفعة لمتخذي القرار.⁴

¹ أشرف شمس الدين، مرجع سابق، ص ص: 27، 28.

² خليل الرفاعي، نضال الزمحي، محمود جلال، أثر استخدام الحاسوب على خصائص المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمرين: دراسة حالة سوق عمان المالي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009، ص ص: 1_33.

³ أيمن الشنطي، أثر تطبيق نظم المعلومات المحاسبية على تحسين فاعلية وكفاءة التدقيق، الداخلي في القطاع الصناعي الأردني، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، غزة- فلسطين، المجلد 21، العدد الأول، 2013، ص ص: 99_125.

⁴ محمد عيسى دهمان، الشيخ علي، الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية وترشيدها قرار الاستثمار في البورصة، ماجستير محاسبة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2013، ص: 22.

الفرع الثاني: أهم المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية

يوجد العديد من المعلومات المحاسبية التي تؤثر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية وتؤثر على حركة تداول الأوراق المالية ويتطلب الأمر نشر هذه المعلومات طالما أن المنفعة المتحققة منها تفوق تكلفة النشر، ويعتبر رقم ربح السهم والمبيعات من أهم مفردات المعلومات المحاسبية اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية، كما أن البيانات المتعلقة بالتدفقات النقدية لها علاقة وثيقة بالتنبؤ بتوزيع الأرباح وتكون هذه الأهمية في اتخاذ قرارات الاستثمار وتمثل هذه المعلومات في فيما يلي:

أولاً: الربح المحاسبي

يعتبر الربح من المعلومات المحاسبية التي تؤثر في قرارات الاستثمار في الأوراق المالية سواء بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ به، ويعتبر الربح من المعلومات التي توضح القدرة الكسبية للشركة والتي تعطي مؤشر يبين مدى كفاءة الشركة في استخدام الموارد المتاحة لها خلال الفترة السابقة وتمدنا أرقام الربح المحاسبي بالمعلومات عن التدفقات النقدية خلال الفترة بالإضافة إلى أن التغير في الربح السنوي ويرتبط بالتغير في أسعار الأسهم، وعلى ذلك يمكن القول أن الربح المحاسبي الدفترية يمثل عاملاً مهماً في أسعار الأسهم؛ ويستخدم الربح المحاسبي في استخراج العديد من النسب والمؤشرات مثل العائد على الاستثمار، ورياح السهم التوزيعات والتي تستخدم في المجالات المتعلقة بالمقارنة بين الشركات المتمثلة في التنبؤ بأسعار الأسهم، ولكي تكون المعلومات المتعلقة بالربحية مؤثرة على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية فإنها يجب أن تكون متاحة للجميع وأن تنشر بصفة منتظمة ودورية ويتم إعدادها وفقاً لقواعد وأسس ثابتة من عام لآخر كما يجب توفيرها لمدة سابقة لا تقل عن خمس سنوات حتى يتم استخدامها أساساً للتنبؤ والمقارنة، كما يعتبر الربح المحاسبي من أهم المعلومات التي تؤثر على قرارات المستثمر في سوق الأوراق المالية حيث تؤثر على قيمة السهم لما لها من أثر على ربح السهم وكذلك على القيمة الدفترية للسهم وذلك بتأثيرها على الأرباح المحتجزة التي تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية للسهم.¹

ثانياً: ربح السهم

يمثل نصيب المساهم (المستثمر) من الثروة المجمعة في نهاية كل عام سواء تم توزيع جزء منه في شكل قسيمات (كوبونات) أو تم احتجازه في صورة احتياطات وقد اعتبر ربح السهم من أهم المعلومات المحاسبية التي تؤثر على قرارات الاستثمار، ويعتبر هذا الربح ذا فائدة لحملة الأسهم لأنه يعكس نصيب السهم في أصول الشركة كما أنه يعتبر مؤشراً مقبولاً للدلالة على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الجارية.

ثالثاً: توزيعات الأرباح

يتأثر سلوك المستثمر في التعامل بالأوراق المالية ليس فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ككل أو بربح السهم ولكنه يتأثر أيضاً بقرارات توزيع هذه الأرباح فالسعر الذي يرغب المستثمر في الشراء أو البيع به يتوقف على العائد المتوقع الذي يمكن أن يحققه السهم في المستقبل وعلى درجة التأكد من تحقيق العوائد وبقائها ومن أهم هذه العوائد الأرباح الموزعة على الأسهم سواء كانت نقداً أو في شكل أسهم ممنوح؛ كما أن معرفة المستثمر بقرارات توزيع

¹ سليمة نسنش، مرجع سابق، ص: 12.

الأرباح والأسباب التي تبنى عليها مثل هذه القرارات تعتبر من المعلومات الهامة التي تؤثر على سلوكه في مجال التعامل بالأوراق المالية وتعتبر الأرباح المحققة والموزعة عاملاً مؤثراً للتدفقات النقدية للشركة بالإضافة إلى دلالتها على مستوى التشغيل في الشركة.¹

الفرع الثالث: دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية

يمكن تحديد دور المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية كالاتي:²

_ تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً حيوياً لكل من المستثمرين والمشروعات المصدرة للأوراق المالية والاقتصاد القومي ككل والواقع أن مقومات السوق يعتمد على المعلومات وبصفة خاصة المعلومات المحاسبية حيث أن الدور الرئيسي لهذه المعلومات هو مساعدة مستخدميها على اتخاذ القرارات الرشيدة.

_ للمعلومات المحاسبية دور هام في سوق المال، فمن ناحية تعتبر المعلومات المحاسبية ضرورية للتوصل إلى أسعار الأوراق المالية التي تعكس علاقات المخاطرة والعائد، كما أنها تساعد المستثمرين على تكوين سلات للأوراق المالية للحصول على أعلى معدل للعائد مع درجة معينة من المخاطرة.

ومن ناحية أخرى فإن المعلومات المحاسبية ضرورية لتحقيق التوزيع الأمثل للموارد بين مختلف المنتجين ويتحقق ذلك عندما يتمكن المنتجون من الحصول على الاعتمادات الرأسمالية اللازمة لتحقيق أعلى ناتج قومي بقدر معين من المواد.

_ أما على مستوى الاقتصاد الكلي فإن توافر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة حجم التعامل ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية.

_ يمثل سوق رأس المال الوسيلة الهامة لتجمع المدخرات من الأفراد وتقديمها إلى المشروعات الاقتصادية (المستثمرين) الذين يرغبون في تمويل المشروعات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة ويجب أن يعكس سوق رأس المال أسعار التوازن لأسهم رأس المال ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين في سوق رأس المال، ومدى فهم وتفسير السوق (المستثمرين) واستيعابه للمعلومات.

ويحتاج المستثمرون إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تحقيق الآتي:

* تقدير التدفقات النقدية المستقبلية.

* تقدير درجة المخاطرة الخاصة بالأسهم.

* مساعدة المستثمرين على تكوين محفظة مناسبة للأوراق المالية.

- إن المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية التي تنشرها الشركات تلعب دوراً أساسياً في سوق الأوراق المالية حيث تقوم بتوفير المعلومات الأساسية التي يجب أن يعتمد عليها في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم وذلك بتقييم أداء الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية ومن ثم تحديد السعر المناسب للأوراق المالية الخاصة

¹ نفس المرجع السابق،: نفس الصفحة.

² أنور عدنان نجم، مدى إدراك المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006، ص ص: 50_52. بتصرف قليل.

بهذه الشركات وأخيراً تحديد مجالات الاستثمار، ولكن تحديد السعر المناسب ومجالات الاستثمار يتطلب أن يقوم المستثمر بتحليل القوائم المالية تحليلاً دقيقاً وبالتالي يجب على المستثمرين الاعتماد اعتماداً كبيراً على المحللين الماليين الذين يجب أن يقوموا بتحليل القوائم المالية الخاصة بالشركات الموجودة بسوق الأوراق المالية لتحديد أفضل مجالات الاستثمار والتي يجب أن توجه إليها أموال المستثمرين.

تكمن أهمية المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية كالتالي:

أ- على المستوى الفردي:

- * الحصول على معلومات لتقييم أداء الإدارة و إخلاء مسؤولياتها.
- * الحصول على معلومات للتنبؤ بدرجات الربحية والمخاطرة المتعلقة بالاستثمار.
- * الحصول على معلومات تفيد في ترتيب وتغيير مكونات محفظة الاستثمارات.

ب- على مستوى السوق:

- * إشاعة الثقة والاستقرار في التعامل بين المستثمرين.
- * توفير أساس لتبادل حقوق الملكية بين المتعاملين على أساس سليم.
- * خلق مجالات لأدوات الاستثمار المبتكرة القادرة على جذب مدخرات المستثمرين.

ج - على مستوى المجتمع:

- * ترشيد القرارات الاقتصادية وحسن توزيعها بين مجالات الاستثمار.
- * تحقيق الأهداف الاقتصادية للمجتمع بشكل عام.

وبالتالي فإن متخذي القرارات وخاصة المستثمرون يطمحون إلى الحصول على المعلومات المحاسبية بصورة فورية وقبل أن تفقد هذه المعلومات قدرتها في التأثير على القرارات المتعلقة بتداول أسهم الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية سواء كانت هذه المعلومات داخلية أو خارجية¹.

وهكذا يتضح أهمية المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية وهذا ما عكسه هذا المطلب ليقدم أساساً نظرياً لقياس هذه الأهمية.

المطلب الرابع: مداخل الاستثمار في الأوراق المالية

يوجد ثلاث مداخل للاستثمار في الأوراق المالية، خصوصاً الأسهم العادية وذلك من ناحية اختيار الأسهم وتوقيت شراءها، وهذه المداخل هي:

الفرع الأول: مدخل المقطع العرضي

يعرف هذا المدخل بالإدارة السالبة للاستثمار لأن المستثمر يساير حالة وضع الشركات الكبيرة على اعتبار أنها تنمو مع الاقتصاد المحلي و تتراجع معه، وحيث أن أسعار أسهم هذه الشركات تتحدد بناءً على آراء العديد من الخبراء والمحللين، ولذلك فإن المستثمر يتجنب الأسهم المصدرة حديثاً أو التي تتذبذب أسعارها بصورة مستمرة

¹ فراس خضري الزبيدي، أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة العراق، المجلد 12، العدد 3 لسنة 2010، ص: 105.

ويركز نشاطه على أسهم الشركات الرائدة في السوق، ويمتاز هذا المدخل بالسهولة ولا يلجأ إليه سوى الأشخاص الذين لا تتوافر لديهم الإمكانية أو الرغبة في التحليل، ولذلك فإن هذا المدخل لا يتطلب أي دور للمحلل المالي، وقد سمي بمدخل المقطع العرضي لأنه يركز على الاستثمارات في عدد محدود من الأسهم القيادية في مختلف القطاعات.

الفرع الثاني: مدخل التوقعات

يمكن تقسيم هذا المدخل إلى قسمين، الأول يتعلق بالتوقعات القصيرة الأجل، وهي السائدة في معظم البورصات حيث يقوم المستثمر بشراء الأسهم وفقا لتوقعات أرباحها خلال فترة لا تتجاوز السنة، ولا شك أن حصر التوقعات لفترة قصيرة لا يمكن الاعتماد عليه بسبب الاحتمالات القوية لتغيير الظروف، إلا أن قيمة السهم الفعلية لا تعتمد على أرباحه لسنة أو حتى لسنتين و لكن على المعدل المتوقع للقوة الإيرادية للشركة وتوزيعاتها النقدية لعدد مناسب من السنوات، أما القسم الثاني فإنه يتعلق بالتوقعات طويلة الأجل، أي أن المستثمر يختار أسهم الشركات التي يتوقع فيها مستقبلا جيدا من ناحية الأرباح، ويطلق على هذه الأسهم مصطلح أسهم النمو والشركة الناجحة هي التي تتحرك إيراداتها من مرحلة إلى أخرى، شبه بعض المحللين دورة حياة الشركة بحرف S، أي أنها تبدأ بسلسلة من النضال و التفهقر المؤقت و بعد ذلك رواج ونمو مستمر، وأخيرا كهولة وشيخوخة حيث يتوقف النمو وتفقد الشركة مركز القيادة.

من هذا المنطلق فإن الشركة التي تتمتع بسجل طويل من الإيرادات قد تقترب من نقطة التشبع الخاصة بها وهذا أمر لا بد منه عاملا أم أملا وبالتالي يواجه المستثمر الذي يبحث عن أسهم النمو مشكلة كبيرة، فإذا اختار أسهم الشركات الجديدة فقد يواجه خطر كون رواجها مؤقت، وإذا اختار أسهم الشركات القديمة، فقد تكون مرحلة الكهولة وبالتالي فإن القوة التي تتمتع بها لا تخرج عن كونها ستار لضعف قريب.

نلاحظ مما سبق أن تحديد الشركات النامية ليس بالأمر السهل كما يبدو من أول وهلة ولا يمكن تحقيقه عن طريق التحليل العادي للبيانات المنشورة عن الشركة ولذا يفضل المستثمرون شراء أسهم الشركة التي تقوم بالأبحاث الصناعية على نطاق واسع، والأهم من ذلك هو تحديد الثمن الذي يدفع لشراء أسهم النمو، للأسف لا توجد إجابة كافية على هذا السؤال وحتى لو عرف المستثمر الإيرادات التي تستحقها الشركة النامية في المستقبل، ما زال من المستحيل عليه أن يحدد السعر العادل الذي يدفعه الآن، ومتى دفع المستثمر مبلغا كبيرا مقابل عنصر النمو، فهو بلا شك يتحمل بعض المخاطر مثل أن يكون النمو أقل من المتوقع وأن يقيم السوق هذه الأسهم بقيمة منخفضة ولمدة طويلة مثلا.

ومن الناحية الأخرى، لو فرضنا أن المستثمر يحاول تجنب دفع علاوة وذلك باختيار الأسهم التي تعتقد في احتمال نموها ولكن باقي المستثمرين لا يشاركون هذا الاعتقاد، ولا شك أن المستثمر لو نجح في ذلك فإنه سيحقق فوائد كبيرة، إلا أن هذه الطريقة تستلزم نوعا خاصا من المستثمرين يمتاز بجرأة وقوة في نفس الوقت ينجح في قوة التفكير وينجح أيضا في استخدام الكثير من المعايير المتعارف عليها¹.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سابق، ص ص: 235_238. (بتصرف قليل).

الفرع الثالث: مدخل هامش الأمان

يقوم هذا المدخل على أساس مبدأ أو هامش الأمان، فإن كان المحلل أو المستثمر على ثقة بأن سهمًا عاديًا يساوي أكثر من السعر المعروض، وكان متفائلًا بخصوص مستقبل الشركة، فإن هذا السهم يعتبر مناسبًا للاستثمار، ولهذا المدخل طريقتين رئيسيتين وهما:

أولاً: الشراء المنخفض والبيع المرتفع

وتعمد هذه الطريقة إلى شراء الأسهم العادية في الأوقات التي تكون فيها الأسعار منخفضة بصفة عامة مع قصر الشراء على الأسهم الفورية، وبعبارة أخرى، فإن هذه الطريقة تعمل على الاستفادة من التقلبات العامة في سوق الأوراق المالية ودراسة منحنى الأسعار في البورصة يظهر عادة وجود ارتفاعات كبيرة في الأسعار في فترات معينة وكذا انخفاضات هامة في فترات أخرى ويترتب على هذه الظاهرة توفر فرص متكررة للشراء بأسعار أقل من القيمة ثم البيع بعد ذلك بأسعار مرتفعة.

ثانياً: البحث عن فرص الاستثمار

أما الطريقة الثانية فهي تهدف إلى اكتشاف الأسهم ذات القيمة الجيدة والسعر المنخفض والتي يفترض وجودها دائماً حتى لو كان السوق غير منخفض بصفة عامة، وبالتالي فإن المستثمر يعتبر موفقاً أو خصص جهده ونشاطه في البحث عن الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي تعرض في السوق بأقل من قيمتها، أي أن يقوم بمقارنة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ولاشك أن هذه الطريقة هي أفضل الطرق العلمية في ميدان الاستثمار.¹

الفرع الرابع: سيرورة القرار الاستثماري

مهما كان الأفق الزمني للاستثمار فهناك سلسلة من الخطوات الواجب إتباعها للوصول إلى إتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن إجمال أهم هذه الخطوات في العناصر التالية:

_ تحديد المشكلة الاستثمارية من خلال إخضاع الفرصة الاستثمارية التي تظهر في مجال استثمار معين في أحد الأنشطة الاقتصادية المختلفة للتفكير وتبيين جدواها كفكرة استثمارية حيث يتحدد الهدف من المشروع بأبعاده المختلفة.

_ تحديد البدائل الممكنة أي جرد الحلول الممكنة وذلك ربطاً لمحتوى المشروع الاستثماري.

_ تقييم البدائل الاستثمارية كل على حدا وذلك لتحديد تكلفة الاستثمار وعمر المشروع المناسب، وهي المدة المثلى لتحقيق الأعباء التي يتحملها المشروع كما يتم مقارنة تكلفة الاستثمار بالنواتج المتأتية من استغلال المشروع.

_ الأخذ بعين الاعتبار الآثار الجانبية والعناصر التي لا يمكن تفاديها أو تقييمها لان لها آثار على جدوى المشاريع وعلى سبيل المثال الآثار البيئية.

_ اختيار الحلّ البديل القابل للإنجاز والذي يجب أن يكون الحلّ الأمثل.

¹ هوارى معراج، عباس بهناس، أحمد مجدل، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص:65.

خلاصة الفصل:

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذو وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل جملة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر المالي عندما يربط أمواله بهذا الاستثمار. فنتيجة لتعدد مجالات هذا النوع من الاستثمار والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين.

بحيث يسعى مستثمر الأوراق المالية إلى تحقيق عائد مرضي يضمن له ضمن حده الأدنى تعوضه عن المخاطر التي يتعرض لها نتيجة استثماره منها وما ينجم عن تقلبات أسعار الأوراق المالية ومنها ما قد ينتج عن تقلبات أسعار الصرف بالإضافة إلى مخاطر القدرة على التخلص من الاستثمار في فترة زمنية معينة، ولذا يصعب على المستثمر أن يحدد بدقة معدل العائد على الاستثمار لأنه يعمل في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل إلا أنه بمقابل هذا يمكنه قياس المخاطرة المرتبطة بهذا الاستثمار من خلال وضع توزيع احتمالي لهذا العائد، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلها، وباعتماد المستثمر على حد أدنى من المعلومات المحاسبية يمكن ذلك من عملية اتخاذ القرار حيث تمثل القوائم المالية أهم مصدر للمعلومات المحاسبية، كما أن التحقق من هذه القوائم من طرف جهة خارجية مستقلة وعلى درجة من الخبرة والدراية يساعد على زيادة درجة الاعتماد على هذه القوائم.

النتائج المتوصل إليها:

- 1 يرتبط الاستثمار المالي بوجود سوق مالية وحجم وطبيعة الأوراق المالية المتداولة فيه.
- 2 توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار المالي والتي مهما تعددت وتنوّعت فإنها تصنف إلى مخاطر نظامية وأخرى غير نظامية.
- 3 يشكل كل من العائد والمخاطرة مفهوميين مترابطين لا يمكن تفسيرهما بمعزل عن بعضهما البعض ويرتبطان فيما بينهما بعلاقة طردية وعلى ضوءهما تتم المقارنة بين البدائل الاستثمارية.
- 4 العوامل التي تؤدي إلى حدوث التباين بين العوائد المحققة الفعلية والعوائد المتوقعة تكوّن مصادر المخاطرة.
- 5 يؤدي توافر المعلومات المحاسبية إلى تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرارات مما يساعد على اتخاذ القرار السليم الذي يحقق المنفعة المطلوبة.
- 6 اتخاذ القرار في عالم الاستثمار هي حالة الخطر، ومدراء الشركات والأفراد يقدمون على الاستثمارات عندما تكون أخطارها محسوبة.

الفصل الرابع:

دور سوق المال الأردني في

تمويل الاستثمارات: دراسة

حالة بورصة عمان للأوراق

المالية خلال الفترة:

(2008-2013)

تمهيد:

تمثل الأسواق المالية امتدادا لانعكاسات وردود أفعال لتطور المبادلات والأنشطة المالية والاستثمارية والاقتصادية، وكغيره من الأسواق شهد سوق رأس المال في الأردن نشاطات مالية وتشريعات استثمارية ساهمت بإنشاء العديد من الشركات المساهمة وجذب رؤوس الأموال للمساهمة في تحقيق البرامج التنموية والتطويرية ذات الطابع الاقتصادي للحاق بمركب الدول المتقدمة ومواكبة أهم وأحدث التطورات، ما استوجب ضرورة وجود سوق رأس مال متطورة قادرة على تلبية الحاجات التمويلية للاقتصاد من خلال ما يسمى بالإصدار والاكتتاب. لذلك يهدف هذا الفصل إلى دراسة تحليلية لكل من السّوقين الأولي والثانوي بسوق رأس المال في الأردن من خلال المباحث التالية، كما لا ننسى التعرّض إلى أهم الظروف التي أوجبت إنشاء هذه السوق ودراسة ما مدى قدرة هذه الأسواق على تمويل استثمارات المملكة في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2013.

المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية.

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية.

المبحث الثالث: دور بورصة عمان للأوراق المالية في تلبية المتطلبات الاستثمارية.

المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية

عرفت الأردن تطورات اقتصادية اقتضت ضرورة تنظيم تداول الأوراق المالية وتسهيل تمويل المؤسسات وكذلك استهداف استقطاب المؤسسات والاستثمارات المحلية والأجنبية، بحيث ساعد التوجه الحكومي الذي نشأ حديثاً في المملكة الهاشمية في تشكيل سوق أوراق مالية ذات سمعة جيدة ومقدرة عالية وإمكانيات متقدمة من خلال الدعم الحكومي لهذه السوق، مما أدى إلى بروز سوق عمان المالي كسوق عربي حديث متقدم له الأثر الأكبر في الاقتصاديات العربية.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق المال في الأردن

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة، واتسم عملها بالعشوائية وسوء التنظيم، ونظراً إلى أهمية الأسواق المالية لما لها من دور فعال ومهم في تحقيق التطور الاقتصادي والمالي وتوفير المصادر المالية وتنمية المدخرات المحلية، وتشجيع الاستثمار، فقد اقترح المخططون والاقتصاديون بعد دراسات دقيقة إنشاء سوق عمان المالي، حيث عمل مسؤولوا البنك المركزي الأردني على إعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق، ومدى الحاجة إليه، بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (ifc) التابعة للبنك الدولي، وقد أوضحت هذه الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني وإسهام القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة يبرر إنشاء هذا السوق ليسهم في التطور الاقتصادي، وبناءً على ذلك فقد أسس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 وتم افتتاحها رسمياً بتاريخ 1978/4/1 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية، واستقلالها المالي والإداري.

وقد صدر قانون عمان المالي رقم 1 لسنة 1990 ثم تبعه في عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) ليوضح كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق ويفصل بين الدورين الرقابي والتشريعي من ناحية والجانب التنفيذي من ناحية أخرى، ونتج عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة هي: هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية.¹

حيث مرّ سوق رأس المال في الأردن بمراحل امتدت منذ عقد الثلاثينات، والذي شهد إنشاء بعض الشركات المساهمة العامة، لحين إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية، لتطلع بدور السوق المنظمة للأوراق المالية، لذا يمكن إجمال التطور التاريخي لسوق المال في الأردن في ثلاث حقبة زمنية كما يلي:

1_ الفترة (193-1960).

2_ الفترة (1960-1976).

3_ الفترة 1976 حتى الآن.

¹ تم الاعتماد على:

_ لطيف زيود، حسان قيطيم، نغم أحمد، فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سوري، سلسلة العلوم الاقتصادية القانونية، المجلد 29، العدد 1 لسنة 2007، ص ص: 171-188.

_ إياد خالد شلاش المجالي، رانيا الدروبي، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة: 1994_ 2009، دراسة تحليلية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الرابع، 2011، ص ص: 336، 337.

1_ الفترة: (1930-1960): اتصفت هذه المرحلة بوجود أدوات مالية محددة، كما اتصفت أيضاً بعدم وجود الأنظمة والقوانين التي تحكم العمل بهذه الأدوات وتنظيمها.

فقد شهد عقد الثلاثينات إنشاء عدد محدود من الشركات المساهمة العامة في الأردن، فقد تم تأسيس البنك العربي سنة 1930 كأول شركة مساهمة عامة في الأردن، ثم شركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931م ثم تبعها تأسيس شركة الكهرباء الأردنية عام 1938 وقد شهد عقد الثمانينات إنشاء شركة مصانع الاسمنت الأردنية وذلك عام 1951. وتجدر الإشارة هنا أنه رغم إنشاء هذه الشركات واكتتاب الجمهور الأردني بأسهمها، إلا أنه لم يجر تنظيم قانون لهذه الشركات أو تداول أسهمها، الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة.

2_ الفترة (1960-1976): توجت هذه الفترة بأول إصدارية لإسناد القرض وذلك عام 1961، وشهدت هذه الفترة تطوراً ملحوظاً بعد وضع الخطة الخماسية للبرنامج التنموي في الأردن وللمدة المتراوحة بين "1962-1967"، فقد تضمنت هذه الفترة طرح سندات لمجموعة من المشاريع الحكومية، وإصدار قانون الدين العام والذي هدف إلى خلق سوق لرأس المال في الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وفي عام 1969 تم إصدار أدونات الخزينة لسد العجز ما بين إيرادات الحكومة ونفقاتها، وقد شهدت المدة (1961-1969) وضع خطة ثلاثية هدفها الرئيسي هو زيادة الادخار الخاص في المملكة، وجذب المدخرات الأجنبية إلى الأردن لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية كما شهدت الفترة انتشار بعض الشركات المالية.

3_ الفترة (1976-2013): توجت هذه الفترة بإنشاء سوق عمان الكمالي بموجب القانون رقم 31 لسنة 1976 حيث تم تشكيل لجنة إدارة السوق بقرار من مجلس الوزراء بتاريخ 16/03/1977 م وبأشرت اللجنة أعمالها منذ ذلك التاريخ، كما باشر السوق أعماله في 1/4/1978.

ولقد جاءت نشأة هذا السوق كنتيجة حتمية لما شهده الاقتصاد الأردني، ومساهمة القطاع الخاص من خلال الشركات المساهمة العامة بهدف تنمية المدخرات وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يكفل سلامة التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن حماية صغار المدخرين وذلك من خلال إيجاد آلية لتحديد السعر العادل للورقة المالية بناء على قوى العرض والطلب.¹

كما شهدت الفترة وضع خطة خماسية للأعوام 1976-1980، حيث تضمنت الخطة فصلاً كاملاً عن الجهاز المصرفي و كيفية تنظيمه و كذلك عن السياسة النقدية، و الدعوة إلى مشاركة أكبر في الاقتصاد الوطني من قبل القطاع الخاص.

هذا وقد شهدت هذه الفترة تطورات خصوصاً بعد عام 1980 م وتوجهت بمجموعة من الأحداث أهمها ما يأتي:²

__ خلق السوق الموازية وذلك نتيجة لارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985.

__ اندماج العديد من الشركات المدرجة في السوق و في كافة القطاعات المتعلقة بالصناعة والخدمات والبنوك، وذلك بهدف زيادة حجمها وقوتها.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004، ص ص: 154، 155.

² نفس المرجع السابق، ص: 156.

_ التوسيع في إصدار إسناد القرض للشركات والمؤسسات العامة وكذلك توسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية.

-البدء بتداول سندات الخزينة اعتباراً من سنة 1988 م.

_ في عام 1990 صدر القانون (1) والمعدل بموجب القانون لسوق عمان المالي وتعديلاته و لأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه، وقد تم تطبيق أحكام القانون الجديد خلال عامين من صدوره.

_ إصدار قانون الشركات رقم (22) لسنة 1997.

إصدار قانون الأوراق المالية رقم(76) لسنة 2002.

ويسعى سوق عمان المالي إلى تحقيق العديد من الأهداف كما وردت في المادة (1) من القانون الصادر سنة

1990 و هي:¹

1_ تنمية الادخار المحلي عن طريق تشجيع الاستثمار بالأوراق المالية وتوجيه المدخرات نحو مشاريع التنمية الاقتصادية.

2_ تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته ومما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين.

3_ جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة وتبويبها لغرض تقييم أداء السوق المالية واتخاذ ما يلزم في سبيل معالجة الاختلافات وتفعيل دورها في النشاط الاقتصادي في البلد.

كما ويسعى في هذا الإطار إلى تحقيق الأغراض التالية:²

أ_ تأمين السيولة لكل من المدخر والمستثمر، وتمكين الشركات المدرجة من جذب رؤوس الأموال إليها.

ب_ نشر أسعار التداول ويتم التبادل للجميع على حد سواء وذلك لخلق الثقة بين المتعاملين.

ج_ تقرير سوق رأس المال عن طريق الوسطاء وتنشيط التداول في سوق القانونية فضلاً عن تقديم المشورة المالية إلى جمهور المدخرين والمستثمرين.

د_ تنويع أساليب التمويل من قبل الشركات(الأدوات والتحليل المالي والأبحاث من الشركات المساهمة العامة).

هـ_ تحقيق مناخ استثماري أفضل.

وقد اتخذت الحكومة الأردنية عدة خطوات لسلي إلى وضع مستقر في الاقتصاد الوطني مثل: الحد من زيادة

السيولة والإمدادات المالية، تخفيض ميزانية الدولة لرفع المدخرات الوطنية، بالإضافة إلى تحسين أداء وتثبيت قيمة

صرف الدينار الأردني، تخفيض مستوى الديون الخارجية، توفير حوافز للادخار والاستثمارات المحلية، وتشجيع

الاستثمارات الأجنبية، ففي نهاية عام 1995 م صدر قانون هدف في إطاره العام إلى إيجاد الهيكل المؤسسي لسوق

المال وتنظيم العلاقة بين كافة أطرافه وفق معايير مهنية عالية، وتضمن استحداث هيئة حكومية متنقلة للأوراق المالية

مهمتها الأساسية تنظيم ومراقبة كل ما يتعلق بالأوراق المالية في المملكة، وإدراجها وتداولها وتسوية أثمانها واعتماد

¹ إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013، ص:72.

² نفس المرجع السابق، ص:72.

أنواع الأوراق المالية المقبولة للتداول، والتحقيق على أي مخالافات لأحكام قانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه.¹

المطلب الثاني: إعادة هيكلة السوق المالي

أدت العولمة والتطورات المصاحبة إلى قيام العديد من الدول ومنها الأردن إلى إعادة هيكلة اقتصادياتها وإجراء العديد من الإصلاحات التشريعية المرتبطة بإعادة الهيكلة.

وقد كان من أهم الإصلاحات التشريعية في الأردن، إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لعام 1997م والذي هدف إلى إعادة هيكلة سوق رأس المال الوطني حسب المعايير الدولية والعمل على زيادة الشفافية والإفصاح وتوفير الإجراءات اللازمة لحماية المستثمر والمناخ المناسب للاستثمار.²

وبموجب هذا القانون، تم التمييز بين ثلاث مؤسسات رئيسية تتمتع باستقلال مالي وإداري وذلك للقيام بتنظيم ورقابة وتوثيق التبادلات في الأوراق المالية وفي إطار تم خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي وثم الدور التوثيقي بعد أن كانت سوق عمان المالية تمارس هذه الأدوار معاً، وهذه المؤسسات هي:

أ_ هيئة الأوراق المالية.

ب_ سوق الأوراق المالية (بورصة عمان).

ج_ مركز إيداع الأوراق المالية.³

الفرع الأول: هيئة الأوراق المالية

ستعرض في هذا الفرع الى تأسيس هيئة الأوراق المالية وكذا أهدافها.

أولاً: تأسيس هيئة الأوراق المالية

تأسست هيئة الأوراق المالية الأردنية بموجب قانون الأوراق المثالية رقم (23) لسنة 1997 ثم بصدر قانون رقم (76) لسنة 2002 قانون الأوراق المالية تم إنشاء هيئة تسمى "هيئة الأوراق المالية"، وهي هيئة تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة تملك الأصول المنقولة والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافها بما في ذلك إبرام العقود والاقتراض، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها، وإصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية من أجل توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وترتبط هذه الهيئة مباشرة برئيس الوزراء.⁴

وللهيئة مجلس يسمى مجلس المفوضية والذي يتكون من خمسة أعضاء طبيعيين متفرعين ومتخصصين (ومن بينهم الرئيس ونائب الرئيس)، حيث يتولى المجلس المهام والصلاحيات التالية:⁵

¹ صلاح الدين حسن السبسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للنشر والتوزيع، لبنان، 1998، ص: 66.

² محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص: 90.

³ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 303.

⁴ قانون الأوراق المالية، Pdf، exchange.go/sites/default/Files/sec_lans_rabic. تاريخ التصفح: 03:14 ، 18/03/2014.

⁵ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية "مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 202، 203.

- 1_ إعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية.
 - 2_ وضع التعليمات اللازمة لإدارة الهيئة، أي تعليمات أو قرارات لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة الصادرة بمقتضاه وتعديلها وإلغائها.
 - 3_ الموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمراكز طلب إجراء التعديلات عليها وإلغائها.
 - 4_ النظر في الاعتراضات على القرارات الصادرة عن البورصة أو المركز وعلى الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بهما، وإصدار القرارات بشأنها.
 - 5_ تعليق نشاط البورصة أو المركز لمدة لا تزيد عن يوم واحد والتنسيب لدى أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة.
 - 6_ الموافقة على إدراج أو إلغاء أو تعليق إدراج أي ورقة مالية أردنية للتداول لدى أي سوق للأوراق المالية خارج المملكة.
 - 7_ منع إصدار أو تداول أي أوراق مالية في البورصة إذا رأى أن ذلك ضروريا.
 - 8_ منع التراخيص التي تصدر بموجب أحكام هذا القانون.
 - 9_ الموافقة على تسجيل صناديق الاستثمار.
 - 10_ تحديد العملات التي تتقاضيها شركات الخدمات المالية وأعضاء البورصة والمركز من عملائهم بحدودها الدنيا والعليا والموافقة على الرسوم والعملات التي تتقاضيها كل من البورصة والمركز.
 - 11_ اعتماد المعايير المحاسبية ومعايير التدقيق ومعايير تقييم الأداء التي يجب على الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة النقيدها.
 - 11_ تحديد المعايير و الشروط الواجب توافرها في مدققي الحسابات المؤهلين لتدقيق حسابات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، والواجبات التي يترتب على هؤلاء المدققين القيام بها.
 - 13_ إعداد الموازنة السنوية للهيئة، و تقديمها لمجلس الوزراء للمصادقة عليها.
 - 14_ تصنيف الأشخاص والأوراق المالية والمعاملات والتقارير ووضع شروط خاصة لكل تصنيف.
 - 15_ أي مهام أو أمور أخرى يرى الرئيس عرضها على المجلس.
- أما من حيث الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة فهي عديدة ومن أهمها البورصة ومركز إيداع الأوراق المالية وشركات الخدمات المالية والشركات المساهمة العامة المسجلة في السوق وصناديق الاستثمار.¹
- ثانيا: أهداف الهيئة**

حسب المادة -8- من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، فإن هيئة الأوراق المالية تهدف وبصورة خاصة إلى تحقيق ما يلي:²

- 1_ حماية المستثمرين في الأوراق المالية.
- 2_ تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.
- 3_ حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 204.

² قانون الأوراق المالية، Pdf. exchange.go/sites/default/Files/sec_lans_rabic. تاريخ التصفح: 03:14 ، 18/03/2014

4_ توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية.

_ التطوير المستمر لكفاءة أداء الهيئة.¹

في إطار وجود هيئة الأوراق المالية لتعزيز الشفافية هو تطوير السوق، فقد أقرت في نهاية شهر مارس 1998 تعليمات ألزمت بها الشركات المدرجة بضرورة الإفصاح عن بياناتها وتقاريرها السنوية في مدة أقصاها ثلاثة أشهر من بداية كل عام، على أن تعلن عن نتائجها الأولية خلال 45 يوما، كما تلتزم الشركات بالإفصاح الفوري عن النواحي الجوهرية والأحداث المهمة التي يؤثر في نشاطها وإعلام الهيئة كتابة خلال أسبوع بأي تغيير مهم في هيكله ملكية أسهمها، بالإضافة إلى ذلك التقيد بمعايير المحاسبة الدولية.²

الفرع الثاني: سوق الأوراق المالية (بورصة عمان)

في حين يوضح الفرع الثاني، نشأة بورصة عمان، نشأتها بالإضافة الى القانون الإداري الذي يحكم نشاطها.

أولاً: نشأة بورصة عمان:

تم تأسيس بورصة عمان في 11/03/1999م، بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح و تدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المكملة و قد قامت بورصة عمان منذ نشأتها بخطوات مهمة هدفت إلى زيادة الشفافية والكفاءة في هذا السوق، وكذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين فيه.³

وتخضع بورصة الأوراق المالية لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 فقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية عام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة سوق المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية.⁴

وتتكون البورصة من ثلاث قطاعات وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضا لكل منها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر كل قطاع، وكما هو مبين في الجدول رقم 12 مقدار حجم التداول في البورصة ومقدار حجم التداول لكل قطاع.⁵

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 131.

² عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص:193.

³ www.ase.com.jo,20/3/2014, 12.05

⁴ عبد الناصر الزبيد، محمد أبو زيد، أثر الانترنت في الأسواق المالية "دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية"، مجلد9، جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007م، ص:85.

⁵ فاروق، رفيق، التهنومي، مقال حول: فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007، على

الموقع: www.Shatharat.net/vb/Showthread.phpSt=11034,12/3/2014,9m20

جدول (رقم:9): حجم التداول "بالدينار"

الفترة	القطاع المالي	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	المجموع
2000	138.597.051	58.156.874	91.042.612	287.796.537
2001	323.691.265	88.584.016	256.377.393	668.652.674
2002	397.744.122	101.470.613	451.058.259	950.272.994
2003	832.182.588	203.120.441	819.872.983	1.855.176.012
2004	2.403.764.844	379.944.408	1.009.541.799	3.793.251.050
2005	13.200.688.092	1.195.920.637	2.474.442.386	16.871.051.948
2006	11.570.201.564	942.189.854	1.697.479.173	14.209.870.92
2007	8.779.234.370	1.657.992.661	1.910.874.879	12.348.101.910

المصدر: موقع بورصة عمان، 2014-3-23، 10.30.

ثانياً: أهداف البورصة:

تهدف بورصة عمان بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول العادل من خلال:¹

- _ وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو وشفاف.
- _ توفير أنظمة الكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة.
- _ مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
- _ فرض عقوبات تأديبية على أعضائها والأشخاص المرتبطين بهم المخالفين لأحكام القانون والتعليمات الصادرة بمقتضاه.

- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها.
- _ توفير بيئة سليمة وصحيحة لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعادل.²
- _ حماية المتعاملين في سوق رأس المال بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية.
- _ وضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم.
- _ النشر الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت.³

ثالثاً: النظام الإداري الداخلي لبورصة عمان:

صدر النظام الداخلي لبورصة عمان بالإسناد إلى أحكام قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 م، وبدأ العمل بهذا النظام منذ 2004/4/1.

يتولى إدارة البورصة مجلس إدارة مؤلف من سبعة أشخاص:⁴

¹ صبري الخطيب، تقرير حول أداء بورصة عمان خلال العامين 2004 و 2005 والنصف الأول لعامي 2005 و 2006، غرفة التجارة عمان، إدارة الدراسات والتدريب، وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، تموز 2006، ص ص: 4، 5.

² أرشد، فؤاد، التميمي، مرجع سابق، ص: 137.

³ نفس المرجع السابق، ص: 137.

⁴ المادة 3، 4 من أحكام المادة، 65/ج من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002م، على الموقع، بتاريخ 03/20/2014، 18.15

_ عضويين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها.

_ عضوين يمثلان الوسطاء غير المذكورين سابقا.

_ ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم المجلس وحسب

المادة (03) من أحكام المادة (65/ج) من قانون الأوراق المالية رقم "76" لسنة 2002 فإن الهيكل التنظيمي للبورصة

يتكون من:

-مجلس الإدارة.

_المدير التنفيذي.

_ نائب المدير التنفيذي.

_ رؤساء الدوائر ورؤساء الأقسام والموظفين.

في حين تضمنت المادة (4) التنظيم الإداري للبورصة والذي يتكون من الدوائر التالية:¹

- دائرة الإدراج والعمليات: التي تتولى تحضير المتطلبات اللازمة للانضمام إلى عضوية البورصة، دراسة

طلبات الإدراج، متابعة تطبيق تعليمات الإدراج، وإدارة جلسات التداول...الخ.

- دائرة الرقابة والتفتيش: تتولى الرقابة على عمليات التداول، وتفتيش سجلات أعضاء البورصة، استقبال

الشكاوى ودراستها.

- الدائرة القانونية: تقوم بتقديم الاستشارات القانونية لجميع الدوائر، مراجعة العقود والاتفاقيات التي تبرمها

البورصة والمشاركة في إعداد الأنظمة والتعليمات... الخ.

- دائرة تكنولوجيا المعلومات: تختص بمتابعة شؤون أنظمة المعلومات والإشراف على الربط مع برمجيات

المؤسسات الأخرى ذات العلاقة.

- الدائرة الإدارية والمالية: تهتم بشؤون الموظفين وتدريبهم، القيام بأعمال المالية والمحاسبة وإعداد التقارير.

رابعا: آلية التداول في بورصة عمان:

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان باستخدام التداول الإلكتروني منذ الربع الأول من عام 2000،

وتطبيق نظام التداول الإلكتروني يعتبر نقلة نوعية لمواكبة التطورات التي تمر بها بورصات العالم.

وضعت بورصة عمان جدولاً زمنياً منذ مطلع عام 2000، تتضمن تدريب الوسطاء وإجراء العديد من جلسات

التداول التجريبية، اختبارات نظرية وعلمية للوسطاء الذين سيتعاملون مع النظام، وعملت البورصة على نقل الشركات

من التداول اليدوي إلى النظام الإلكتروني بشكل تدريجي، ففي 2000/3/26 تم التداول بأسهم عشر شركات ثم تم نقل

بقية الشركات على شكل مجموعات، تضمنت آخر مجموعة (100) شركة مساهمة عامة وذلك في 2000/06/15

أصبح عندها التداول الإلكتروني بديلاً عن قاعة التداول التقليدية، باستخدام الحاسوب لمقابلة العرض والطلب على

الأوراق المالية وتحديد السعر وتنفيذه إلكترونياً.

¹ المادة 3، 4 أحكام المادة 65/ج من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002، نفس الموقع السابق

طبقاً لما تقدم اقتضت الضرورة لعرض المزايا المتحققة من استخدام التداول الإلكتروني وكيفية معالجة أوامر

التداول وتسويتها باستخدام هذا النظام.¹

أ_ مزايا استخدام النظام الإلكتروني: يقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا للبورصة والمستثمرين والمتعاملين والوسطاء وفق الآتي:²

1_ رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية.

2_ مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة وشفافية وأمان.

3_ سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة.

4_ إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني.

5_ تفعيل عملية الرقابة على عمليات التداول.

6_ إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري، مما يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.

وبهدف تفعيل هذه المزايا، اتخذت البورصة كافة الإجراءات اللازمة لنقل التداول الإلكتروني إلى التداول عن بعد

من خلال مكاتب شركات الوساطة المالية المرخصة من قبل البورصة، وبدء العمل في أكتوبر من عام 2000.

اعتمدت البورصة آلية التداول عن بعد بشكل تدريجي، إذ كانت البداية مع ستة (06) مكاتب وساطة، إلى أن تم

نقل كافة شركات الوساطة في نهاية 2000م، حيث لا تستخدم قاعة التداول الإلكتروني إلا في حالة عدم تمكن

شركات الوساطة من الاتصال بنظام التداول الإلكتروني، كما تم ربط شركات الوساطة داخل مدينة عمان بنظام

التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة، والمكاتب الموجودة في مجمع بنك الإسكان بواسطة الألياف الضوئية،

وبذلك أصبح بإمكان الوسطاء المرخصين المتاجرة بالأوراق المالية دون الحاجة إلى تواجدهم داخل قاعة التداول

الإلكتروني، تتلخص استخدامها في حالات العطل الفنية التي قد تواجه الوسطاء.

ب_ معالجة أوامر التداول في النظام: يتم إدخال أوامر التداول (البيع والشراء) من قبل الوسيط على نظام التداول، إذ

يتعرف النظام على الوسيط من خلال الشاشة التي يتم تعريفها من قبل دائرة الكمبيوتر في البورصة، بحيث يعطي

لكل وسيط ولكل شاشة رقم للتعرف على مصدر الأمر المدخل للنظام.³

تقسم أوامر التداول إلى نوعين:⁴

1_ أوامر من حيث السعر:

_ أمر السعر المفتوح ويدخل فقط في مرحلة ما قبل الافتتاح.

_ أمر سعر السوق ويدخل في مرحلة التداول المستمر.

_ أمر السعر المحدد ويدخل سعر محدد عند إدخال الأمر (وليس بالضرورة وأن يكون ضمن الحدود العليا أو الدنيا).

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 163.

² نفس المرجع السابق، ص: 163.

³ نفس المرجع السابق، ص: 164.

⁴ نفس المرجع السابق، ص ص: 164، 165.

2_ أوامر من حيث مدة الصلاحية:

_ أمر ليوم واحد ويتم إزالته من النظام عند نهاية الجلسة.

_ أمر لتاريخ محدد ويتم تحديد تاريخ لاحق لبقاء الأمر على النظام.

_ أمر صالح لغاية إزالته ويبقى على النظام الآخر يوم بالشهر حيث يتم شطبه بعد ذلك من قبل النظام.

ج_ نظام التقاص والتسوية الإلكتروني: يعتمد مركز إيداع الأوراق المالية النظام الإلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية لتعزيز الشفافية والفاعلية لنظام التداول الإلكتروني، وخلق بيئة آمنة للمستثمرين في البورصة، وقد قام المركز بنقل ملكية أسهم اثني عشر (12) شركة أردنية عبر النظام أكويتز المتطورة للتقاص والتسوية، وهذه الشركات هي الأكثر نشاطاً في البورصة وتشكل حوالي 60% من حجم التداول في بورصة عمان.

ومع تطبيق كمركز إيداع الأوراق المالية هذا النظام، فقد دخل سوق رأس المال غفي الأردن مرحلة مهمة،

تهدف إلى تطبيق معايير دولية خاصة بالأنظمة الإلكترونية المتطورة، لضمان توثيق ملكية الأوراق المالية وزيادة سيولتها، هذا بالإضافة إلى الأثر الإيجابي على أداء مؤسسات سوق رأس المال والوسطاء الماليين، من خلال جذب المزيد من الاستثمارات التي تساهم في نمو السوق وتوسعه.

وتجدر الإشارة إلى نظام أكويتز يعد أحد أنظمة التقاص والتسوية المتطورة في العالم، ويستخدم في كثير من

البورصات مثل: هولندا، بوخارست، شيكاغو لعقود الخيارات وبورصة كندا، وبوسطن، أما على الصعيد العربي فان بورصة كل من قطر وأبو ظبي، دبي، البحرين والسعودية، على سبيل المثال لا الحصر، تستخدم هذا النظام لأغراض التقاص والتسوية.¹

الفرع الثالث: مركز إيداع الأوراق المالية**أولاً: المفهوم والأهداف**

أنشأت مركز إيداع الأوراق المالية بموجب المادة 29 من القانون المؤقت رقم 23 لسنة 1997م لتسخير ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة ولتسوية أثمان تلك الأوراق المالية بين الوسطاء الماليين ويكون هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح بها بمزاولة هذا العمل، تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي التصرف بها وأن ينيب عنها في الإجراءات القضائية أحد المحامين الأساتذة.²

يهدف المركز إلى الحفاظ الأمين لملكية الأوراق المالية المدرجة في البورصة ولا يهدف المركز إلى الربح ولا يخضع لقانون الشركات ولا يجوز له القيام بالأعمال التجارية³ وأن لا يكون له نفع خاص في أي مشروع وأن يقتني أو يمتلك أي أوراق مالية.⁴

¹ نفس المرجع السابق، ص: 165.

² حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 205.

³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعزز للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 85.

⁴ حسني علي، خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 205.

ثانياً: أعمال المركز ومهامه

تركزت أعمال المركز على تسجيل الأوراق المالية في السجل المركزي للمساهمين الموثقين وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء التقاص والتسوية عبر نظام مركزي وعلى أساس مبدأ التسليم مقابل الدفع الذي يعد أحد أهم المعايير الدولية الموصى بها عالمياً لتسوية عقود التداول المنفذة لدى البورصة والذي يقوم على أساس تسليم الأوراق المالية المباعه مقابل تسديد أثمانها، أما مهام المركز فتركزت في الآتي¹:

- _ الإشراف والرقابة على الأنشطة المهنية ذات العلاقة بعمل المركز.
- _ وضع وتطبيق القواعد الخاصة باستخدام مرافق وتسهيلات المركز والاستفادة من خدماته.
- _ إبداء الرأي في التشريعات وتعديلاتها ذات العلاقة بعمل المركز واقتراح التشريعات والإجراءات الكفيلة بحماية المستثمرين مالكي الأوراق المالية.
- _ إصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاط المركز.
- _ إنشاء وإدارة صندوق ضمان التسوية.
- _ إقامة علاقات تعاون مع مراكز الإيداع والجمعيات والمنظمات العربية والإقليمية والدولية في مجال الأوراق المالية وإبرام الاتفاقيات معها بما يخدم أهداف المركز.

ثالثاً: عضوية المركز

وفقاً للمادة 31 من القانون المؤقت رقم 23 لسنة 1997 م تتكون عضوية المركز من الجهات التي يحددها المجلس بموجب تعليمات يصدرها لهذه الغاية، وتتألف الهيئة العامة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتخاب للمركز ورسوم الاشتراك السنوية، ويكون لكل عضو صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة، ويدير المركز مجلس إدارة ومدير تنفيذي وتحدد الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة به طبقاً للأحكام والإجراءات المتعلقة بالهيئة العامة، وكيفية تشكيل مجلس الإدارة، وكيفية عقد الاجتماعات في كل منهما واتخاذ القرارات فيها والصلاحيات والمهام المنوطة بكل من الهيئة ومجلس الإدارة والمجلس التنفيذي وسائر الأمور الإدارية والمالية الخاصة بكل منهم، ويعين المدير التنفيذي من قبل مجلس الإدارة بعد الاستئناس برأي المجلس على أن يكون منقرغاً ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل آخر، أو أن يكون مساهماً في أو مع أي وسيط مالي أو أي مودع لديه أو أي من أعضاء المركز وأن يمتلك أو يتصرف بأي أوراق مالية صادرة من قبلهم، ولا يجوز لأي شخص أن يجمع بين عضوية مجلس إدارة المركز وعضوية مجلس إدارة البورصة²، ويضع مجلس إدارة المركز بموافقة المجلس الأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لإدارة الشؤون المركز بما في ذلك ما يتعلق بالأمور التالية³:

- تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة وتسوية أثمان تلك الأوراق المالية.
- المعلومات والبيانات والسجلات التي تعد سرية والأشخاص المفوضين بالاطلاع عليها بحكم عملهم.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 132، 133.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في الأوراق المالية "الأسس النظرية والعملية"، دار وائل، الأردن، 2008، ص: 130.

³ نفس المرجع السابق، ص: 130، 131.

- معايير السلوك المهني التي تطبق على أعضاء المركز وأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي والموظفين، ويتقاضى المركز من أعضائه رسوم انتساب ورسوم اشتراك سنوية، كما يتقاضى العمولات والأجور والبدلات التي تنصّ عليها أنظمتها الداخلية إذا وقع عجز في حساب الإيرادات والنفقات الجارية والرأسمالية لأي سنة مالية يغطي من الاحتياطي العام، وإذا لم يكف الاحتياطي العام لهذا الغرض فعلى أعضاء المركز دفع الفرق بالتساوي على أن يكون هذا المبلغ ديناً لهم على صافي الإيرادات المحققة فيما بعد وهذا حسب المادة 34 من نفس القانون.

رابعاً: خدمات المركز الإلكتروني للمستثمرين

يهدف مواكبة التطورات التكنولوجية المتجددة لتنسجم مع أفضل الممارسات العالمية في الأسواق المالية قام المركز بتوسيع قاعدة خدماته للمستثمرين في شتى المجالات المتاحة وعبر موقعه على شبكة الانترنت، ومن هذه الخدمات:¹

- _ إتاحة كافة المعلومات عند الاكتتاب العامة والمطروحة مثل نشرة الإصدار وملخصها بالإضافة إلى عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- _ خدمة الاكتتاب العام الإلكتروني (e-I P o) التي تمكن المستثمرين من الاكتتاب في الأوراق المالية المعروضة بسهولة وتوفيراً للوقت والجهد.
- _ خدمة منطقة الأعضاء على شبكة الانترنت للمركز لتمكين العضو من الدخول والاطّلاع على بياناته وطلب تعديلها إلكترونياً، والاطّلاع على المخالفات التشريعية الموجودة لديه لتمكينه من اتخاذ الإجراءات اللازمة لتصويبها بما فيه خدمة المصلحة العامة، وذلك إلى جانب نشر هذه المعلومات والبيانات على موقع المركز الإلكتروني على شبكة الانترنت تعزيزاً للشفافية والإفصاح.
- _ نشر أسماء أعضاء مجالس إدارة الشركات المساهمة العامة وملكياتهم والمساهمين الذين يملكون نسبة مؤثرة من رأس المال، وتوفير الجداول والبيانات الإحصائية المتعلقة بتداولهم، وذلك لمبدأ الشفافية وإتاحة المعلومات لعموم المستثمرين.
- _ خدمة الاطلاع على الحسابات لتمكين المستثمر من متابعة محفظته الاستثمارية * والاطّلاع على أرصدة وكشوف حساباته من الأوراق المالية المودعة وكافة الحركات المنفذة عليها على مستوى حساب المستثمر لدى وسيطة.

خامساً: مواقيت التداول

يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع خلال ساعات التداول في القاعة المخصصة لهذه الغاية طيلة أيام الأسبوع باستثناء يومي الجمعة والسبت وذلك وفق المواعيد التالية:

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 133، 134.

* المحفظة الاستثمارية: هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة، حيث تتكون أصول هذه المحفظة من أصول مالية "أسهم - سندات، أدوات خزينة- شهادات إيداع" إلى جانب أصول حقيقية "معادن نفيسة، سلع، عقارات... الخ".

جدول (رقم: 10): مراحل وأوقات جلسات تداول السوقين الأولي والثانوي وسوق حقوق الاكتتاب وسوق السندات.

مرحلة الاستعلام	10:00 – 08:30
مرحلة ما قبل الافتتاح	10:30± – 10:00
مرحلة الافتتاح	10:30 ±
مرحلة التداول المستمر	12:30 – 10:30 ±
ما قبل الإغلاق	12:40 ± – 12:30
مرحلة الإغلاق	±12:40
مرحلة التداول على سعر الإغلاق	.12.50-12.40
مرحلة الصفقات	13:00 – 12:50
مرحلة نهاية السوق	13:00

المصدر: <http://149.165.74/AR/node/838,25/03/2014,11.15>

جدول (رقم: 11): مراحل وأوقات جلسة التداول للسوق الثالث.

مرحلة ما قبل الافتتاح	09:54 – 08:30
مرحلة الافتتاح	09:50± – 09:54
مرحلة التداول المستمر	10:10 – 09:50 ±
مرحلة ما قبل الإغلاق	10:15 ± – 10:10
مرحلة الإغلاق	10:15 ±
مرحلة الصفقات	13:00 – 12:50
مرحلة نهاية السوق	13:00

المصدر: <http://149.165.74/ar/node/838,25/03/2014,11.15>

كما يتم التداول بالأسهم على أساس الوحدة، ويجوز لأسعار الأسهم أن تتحرك بوحدات نقدية عددها عشرة فلوس ومضاعفاتها، على أن لا تتجاوز التغير في سعر السهم (5%) من سعر الافتتاح وذلك للحد من حدة المضاربة في أسعار الأسهم حفاظاً على صغار المستثمرين، كما يتم إجراء التسويات بين الوسطاء وعمولاتهم يومياً¹. سابقاً كان يسمح للمستثمر غير الأردني شراء الأوراق المالية المدرجة لدى سوق عمان المالي، على أن لا تزيد الملكية غير الأردنية في الشركة المساهمة العامة على 50%، ولكن اتخذت السلطات الأردنية قراراتين مهمين في نهاية شهر جوان 1997 يتمثل القرار الأول في إلغاء سقف الاستثمار الأجنبي في كل القطاعات ما عدا ثلاث قطاعات إستراتيجية وهي: البناء والتجارة و التعدين، أما القرار الثاني فيتمثل في إلغاء القيود المفروضة على التحويلات المالية،

¹ رسمية، أحمد، أبو موسى، مرجع سابق، ص: 85، 86.

مع عدم وجود أي ضرائب على الأرباح الرأسمالية، وفي حين تبلغ الضريبة على الأرباح الموزعة من قبل الشركات المساهمة العامة الأردنية 10%.

وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي فقد ارتفعت نسبة مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة ببورصة عمان، فمع نهاية عام 2000 شكّلت الأسهم المملوكة من قبل غير الأردنيين حوالي 42% من القيمة السوقية للبورصة منها 36% لمستثمرين عرب والباقي لمستثمرين غير عرب.¹

المطلب الثالث: مميزات سوق عمان المالي

تعمل القاعدة الكبيرة والمتنوعة في سوق عمان المالي سواء كانوا أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية على دفع السوق باتجاه أحد أفضل الأسواق المالية في الوطن العربي.

ويوجد حالياً 28 شركة وساطة عامة تقوم بمهام شراء وبيع الأوراق المالية لصالحها أو لصالح عملائها مقابل عمولة محددة كما يوجد 17 شركة مساهمة خصوصية محدودة المسؤولية تعمل أيضاً على بيع وشراء الأوراق المالية لصالحها ولصالح عملائها، أما الشركات الثلاث المتبقية فهي على شكل شركات تضامن تقوم فقط بأعمال الوساطة لصالح عملائها.

وقاعدة المساهمين في سوق عمان المالي كبيرة ومتنوعة، ويشكل الأفراد حوالي 50% من مجموع المساهمين في حين تشكل المؤسسات المختلفة النسبة المتبقية وأهم هذه المؤسسات الاستثمارية في الأردن والمشاركة في سوق عمان المالي هي: مؤسسة الضمان الاجتماعي للمؤسسة الأردنية للاستثمار التي تتولى إدارة استثمارات الحكومة، البنوك، شركات التأمين، صناديق الادخار: ومجموعة من صناديق الادخار والاستثمار للموظفين في المؤسسات والشركات المختلفة.

إن التعامل سوق عمان المالي مفتوح لغير الأردنيين، وقد شهد سوق عمان المالي طلباً متزايداً من المؤسسات المالية الدولية للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق وذلك نظراً لارتفاع نسبة سوق عمان المالي مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى.

على الرغم من أن المستثمرين الأجانب يحق لهم التعامل بالأوراق المالية الأردنية إلا أن ملكيتهم لا يجب أن تتجاوز 49% من رأس المال المدفوع لأي شركة، كما لا يجوز للمستثمرين الأجانب تحويل الأموال والأرباح الرأسمالية إلى الخارج بدون عوائق.²

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان للأوراق المالية

تأسست بورصة عمان للأوراق المالية بواسطة قوانين وتشريعات نصت على قيامها كسوق مستقل خاص لبيع وشراء الأوراق المالية وفق أحكام القانون الأردني، تحكمه عدة جهات، كما للوسطاء دور جد بالغ في توجيه المستثمرين وإدارة مشاريعهم.

المطلب الأول: الإطار المنظم للبورصة

تتشكل بورصة عمان من: الهيئة العامة، مجلس الإدارة والمدير التنفيذي.

¹ عماد، صالح، سلام، مرجع سابق، ص: 192، 195.

² طاهر، حردان، مرجع سابق، ص: 193.

الفرع الأول: الهيئة العامة

تتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسم الانتساب للبورصة ورسم الاشتراك السنوية فيها، ويكون لكل عضو صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة التي تجتمع الهيئة العامة اجتماعاً عادياً في كل سنة على أن لا يتجاوز نهاية شهر أبريل¹.

تجتمع الهيئة العامة اجتماعاً غير عادي عند الحاجة للنظر في أمور معينة بدعوة من مجلس الإدارة أو بناءً على طلب خطي موقع من أكثرية أعضائها، وعلى مجلس الإدارة دعوة الهيئة العامة لذلك الاجتماع خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ تسلم الطلب، تكون صلاحيات الهيئة العامة في اجتماعاتها النظر في الأمور المتعلقة بالبورصة ومناقشتها واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها، بما في ذلك مايلي²:

1. مناقشة تقرير مجلس الإدارة عن أعمال البورصة وخططها المستقبلية.
2. الاستماع إلى تقرير مدقق حسابات البورصة عن ميزانيتها وحساباتها الختامية وأوضاعها المالية.
3. مناقشة الميزانية السنوية وحسابات الإيرادات والمصاريف والتدفقات النقدية للسنة المالية المنتهية والموافقة عليها.

4. انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقاً لأحكام هذا النظام.

5. أي موضوع آخر أدرجه مجلس الإدارة في جدول أعمال الاجتماع.

6. أي أمور أخرى يقترحها أحد الأعضاء وتقرر بأغلبية الأعضاء الحاضرين في الاجتماع.

ويمثل العضو في اجتماعات الهيئة العامة شخص طبيعي ويشترط أن يكون³:

1. رئيس أو أي من أعضاء مجلس الإدارة أو المدير العام أو أحد المدراء التنفيذيين أو مدير مكتب الوساطة إذا كان العضو شركة مساهمة عامة أو شركة مساهمة خاصة،
2. رئيس أو أي من أعضاء هيئة المديرين أو المدير العام أو مدير مكتب الوساطة في الشركات الأخرى.

الفرع الثاني: مجلس الإدارة

يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أشخاص، أربعة أعضاء يمثلون الوسطاء، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم المجلس، تكون مدة عضوية أعضاء مجلس الإدارة المنتخبين ثلاث سنوات، ولا يجوز انتخابهم لأكثر من دورتين متتاليتين، ينتخب مجلس الإدارة في أول جلسة يعقدها رئيساً له ونائباً للرئيس من بين الأعضاء المعينين من قبل المجلس⁴، يهتّل العضو في مجلس الإدارة شخص طبيعي تتوفر فيه الشروط التالية⁵:

1. أن يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة.

¹ المادة 13 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

² المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

³ المادة 15 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁴ المادة 17 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁵ المادة 18 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

2. أن يكون قد أتم الثلاثين من عمره.
3. أن يكون حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى .
4. أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف أو الثقة وأن لا تكون خدمته في أي وظيفة أو عمل قد انتهت أو انقطعت صلته بأي منها لأسباب ماسة بالشرف أو الثقة.
5. وللمجلس القيام بالإجراءات التي يراها مناسبة للتثبت من توافر هذا الشرط ويعتبر قراره بهذا الخصوص قطعياً.

يفتح باب الترشيح لعضوية مجلس الإدارة قبل خمسة عشر يوماً من تاريخ اجتماع الهيئة العامة المحدد للانتخابات ويغلق قبل أسبوع من ذلك التاريخ¹، يكون رئيس مجلس الإدارة الممثل الرسمي للبورصة لدى جميع الجهات وله أن يفوض أيّاً من صلاحياته إلى نائبه أو أحد أعضاء المجلس². أما بالنسبة للإفصاح في سوق عمان المالي فيتم الإفصاح عن المعلومات عن طريق الصحف اليومية وذلك من خلال تصريح أو إعلان من قبل الجهة صاحبة العلاقة. ويكون الإفصاح على شكلين³:

1. إفصاح دوري ويتم خلال فترات محددة مرتبطة بالسنة المالية للجهة صاحبة العلاقة.
2. إفصاح فوري ويتم عند حدوث المعلومة وبأسرع وقت ممكن.

الفرع الثالث: المدير التنفيذي

يتم اختيار المدير التنفيذي من بين الأشخاص ذوي الكفاءة والخبرة في المجالات الاقتصادية والمالية، على أن تتوفر فيه الشروط التالية⁴:

1. أن يكون أردني الجنسية.
2. أن يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة.
3. أن يكون لديه خبرة لا تقل عن خمس عشرة سنة في المجالات المالية والاقتصادية.
4. أن يكون حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى حداً أدنى.
5. أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف أو الثقة وأن لا تكون خدمته في أي وظيفة أو عمل قد انتهت أو انقطعت صلته بأي منها لأسباب ماسة بالشرف أو الثقة.

¹ المادة 19 الفقرة ب من النظام الداخلي لبورصة عمان.

² لطيف زيود وآخرون، The role of the accounting disclosure in the Security market in guiding the decision investment، مجلة جامعة

تشرين للدراسات والبحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 1، 2007، ص: 186 .

³ المادة 24 الفقرة أ، ب، ج، د، هـ من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁴ المادة 24 الفقرة أ، ب، ج، د، هـ من النظام الداخلي لبورصة عمان.

6. ويتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة، ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة عن ذلك والمهام متمثلة في¹:

- 1 متابعة تنفيذ أحكام القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، والأنظمة الداخلية والتعليمات الصادرة عن البورصة.
 - 2 تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة.
 - 3 الرقابة على عمليات التداول المنفذة في البورصة بما في ذلك إلغاء أو تعديل أي عملية جرت خلافاً للقانون أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها.
 - 4 التوقيع على كافة الوثائق والمراسلات لتسيير أعمال البورصة.
 - 5 تعيين الموظفين في البورصة وفقاً لأحكام نظام موظفي البورصة.
 - 6 متابعة حسن سير الأعمال في البورصة وحسن أداء موظفيها وجهازها الإداري.
 - 7 تحضير مشروع موازنة البورصة وتقديمه إلى مجلس الإدارة قبل الثلاثين من شهر تشرين الثاني من كل سنة.
 - 8 تقديم الحسابات ربع السنوية إلى مجلس الإدارة.
 - 9 تقديم الميزانية والحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية إلى مجلس الإدارة قبل نهاية شهر شباط من العام اللاحق.
 - 10- ممارسة جميع الصلاحيات والأعمال الأخرى التي يعهد مجلس الإدارة بها إليه،
 - 11- تزويد الهيئة بنسخ من قرارات الهيئة العامة ومجلس الإدارة.
- يتولى نائب المدير التنفيذي صلاحيات المدير التنفيذي في حال غيابه أو شغور مركزه للمدير التنفيذي تفويض أي من صلاحياته لأي موظف رئيسي في البورصة بموافقة مجلس الإدارة، على أن يكون التفويض محدداً وخطياً.

المطلب الثاني: هيكل السوق وأدواته

كغيره من الأسواق يتألف سوق عمان المالي من أسواق فرعية تشكل في مجموعها سوق مالي منظم على قدر من الكفاءة تتداول به مجموعة من الأوراق المالية كالتالي:

الفرع الأول: هيكل البورصة

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان من خلال الأسواق التالية:

أولاً: السوق الأولية

وهي التي تتداول فيها أوراق الشركات التي يتوفر فيها الشروط الآتية:²

_ لا يقل رأسمالها عن مليوني دينار أي حوالي 2.8 مليون دينار.

_ لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن 100% من الرأسمال المدفوع.

¹ المادة 27 الفقرة أ، ب، ج من النظم الداخلي لبورصة عمان.

² محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، ص ص: 201، 202.

- _ تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة في عامين متتاليين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة.
 - توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال آخر الأعوام الثلاثة.
 _ مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

ثانياً: السوق الثانية

- هي السوق التي يجري من خلالها التعامل بأوراق مالية تحكمها شروط إدراج خاصة وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان،¹ بعد إصدارها في السوق الأولية، و تقسم هذه السوق إلى أربعة أسواق فرعية كالتالي:
- **السوق الموازية:** تعتبر السوق الموازية سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على لوائح السوق النظامية وتم استحداث هذه السوق في الأردن سنة 1982، وقد بلغ حجم التداول في نفس السنة 16 مليون دينار أردني، و ذلك نتيجة للارتفاع المستمر الذي حدث في زيادة الطلب على الأسهم المتداولة ثم حجم تداولها في السوق النظامية، ولتغطية هذا الفائض من الطلب ثم عرض الأسهم في السوق الموازية من أجل تقليل فائض الطلب على الأسهم في البورصة النظامية.²
 - **السوق النظامية:** وهي ذلك الجزء من السوق الثانوية الذي يتم من خلاله تنظيم التداول في بورصة عمان بأسهم الشركات تحكمها شروط إدراج خاصة، تحددها لجنة إدارة السوق،³ حيث نصت هذه الشروط على أن:⁴
 - _ لا يقل صافي حقوق المساهمين عن 50% من رأس المال المدفوع.
 - _ مضى عام كامل على منحها ترخيص العمل.
 - _ أن تبدأ الشركة بممارسة نشاطها الطبيعي، على أن لا يقل عدد أيام التداول عن 20% من عدد أيام التداول الكلي خلال آخر 12 شهر وأن يكون خلال نفس الفترة قد تم تداول 10% على الأقل من الأسهم الحرة للشركة.
 - _ أن تقدم الشركة الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وعرضها على الجمهور.
 - _ أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين مائيتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج.
 - _ أن لا تقل الأسهم الحرة في الشركة على عدد الأسهم المكتتب بها بتاريخ انتهاء سنتها المالية عند:
 - أ_ 5% إذا كان رأسمالها 50 مليون دينار فأكثر.
 - ب_ 10% إذا كان رأسمالها أقل من 50 مليون دينار.
- وتجدر الإشارة هنا إلى أن معظم الشركات المدرجة على اللوائح بورصة عمان يتم التداول بأسهمها من خلال السوق النظامية، واحتل قطاع الصناعة المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم ثم قطاع البنوك ثم قطاع الخدمات، ففي سنة 1996 كانت القيمة السوقية للسوق النظامي حوالي 3.3 مليار دينار أردني.

² <http://www.ase.com.jo/ar/node/836> , 22/03/2014, 13:50.

² وليد صافي، أس البكري، الأسواق المالية والدولية، داري البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 88.

³ نفس المرجع السابق، ص: 89.

⁴ محمد عوض عبد الجواد وآخرون، مرجع سابق، ص: 202.

- **سوق السندات:** وهي سوق تداول السندات بيعا وشراء، وتشمل السندات المتداولة في السوق: سندات التنمية الحكومية، وإسناد القرض إضافة إلى أدونات الخزينة، والتي يتراوح تاريخ استحقاقها من 3 أشهر إلى 10 سنوات ويعاني سوق السندات في الأردن من ضعف شديد، والذي يمكن ملاحظته من خلال تدني معدلات التداول فيه، ويعود ضعف هذه السوق إلى إثبات أسعار الفوائد على السندات الأمر الذي جعل تحقيق الربح الرأسمالي متعذرا وذلك لأن سعر السند يتأثر مباشرة بتغير أسعار الفائدة السوقية و بصورة عكسية، فإذا ارتفع سعر الفائدة هبط سعر السند، وإذا انخفض سعر الفائدة فإن سعر السند يرتفع،¹ وقد تقرر ابتداء من 2001/4/28 استحداث سوق لتداول السندات بالدولار الأمريكي.²
- **التحويلات خارج القاعدة:** وتسمى أحيانا بالسوق ما بين الوسطاء، وتتكون من التحويلات العائلية وتحويلات خارج المملكة وتحويلات الشركات غير المدرجة، وتتم معاملات هذه التحويلات في العادة من خلال الدائرة القانونية في البورصة، و في معظم الحالات تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو المعاملات داخل القاعدة.³

ثالثا: السوق الثالث

- ويمثل ذلك السوق الذي يتم من خلاله التعامل بالأوراق المالية غير المدرجة في البورصة أما بسبب انخفاض صافي حقوق المساهمين فيها إلى ما دون 25% من رأس المال المدفوع، أو بسبب صدور قرار بتصفية الشركة.⁴ هذا وتلعب بورصة عمان دورا هاما في تزويد المستثمرين بمعلومات دورية تتعلق بالشركات المدرجة فيها وذلك مكن خلال إصدار العديد من النشرات والتقارير التي تتضمن ما يلي:⁵
- 1_ التقرير السنوي للبورصة والذي يتضمن تحليلا موجزا عن الوضع الاقتصادي بشكل عام و عن انعكاساته على السوق وكذلك موجزا عن أداء البورصات العالمية والعربية وعن حركة التعامل في السوقين الأولي والثانوي.
 - 2_ دليل الشركات المساهمة وينشر سنويا متضمنا معلومات عامة عن الشركات المدرجة في البورصة وكذلك البيانات المالية المقارنة المنشورة لتلك الشركات وبعض النسب المالية الهامة لتلك الشركات.
 - 3_ النشرة الإحصائية الشهرية التي تحمل بيانات عن حركة التداول وإهمال مؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط البورصة وكذلك الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحا بالقيمة السوقية وكذلك نشرة عن سوق السندات.
 - 4_ نشرة أسعار الأسهم والتي تصدر يوميا متضمنة بيانات عن أسعار الأسهم وأحجام التداول وكذلك الرقم القياسي لأسعار الأسهم كما تحمل معلومات عن أسعار الافتتاح وإغلاق ومقدار التغير في الأسعار.
 - 5_ كما تقدم البورصة عبر موقعها على الانترنت معلومات مستمدة من حركة التداول اليومية للأسهم وذلك بإضافة إلى معلومات عن مؤشرات أداء الشركات المدرجة في البورصة للفترة الحالية والفتترات السابقة.

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص: 90.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص: 175.

³ . 18.07 ، 24/03/ 2014 ، <http://www.jordanie.com>

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سابق، ص 176.

⁵ نفس المرجع السابق، ص ص : 177 ، 178.

الفرع الثاني: الأدوات المتداولة في بورصة عمان للأوراق المالية

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مادته الثالثة، يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في أسهم الشركات، وأدوات الدين العام، وسندات الشركات والمؤسسات العامة، العقود الآتية والآجلة، إضافة إلى عقود خيار الشراء وخيار البيع، حيث يتم تنفيذ أوامر البيع والشراء هذه الأدوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان، والتي يتم طيلة أيام الأسبوع ما عدا يومي الجمعة والسبت.¹

أولاً: الأسهم العادية

يعتبر الاستثمار أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يتوفر فيه السوق المالي منظم يعمل ضمن التشريعات والقوانين، ويعتبر الأردن من الدول الناشئة القليلة التي يتوفر بها سوق مال منظم، وبالتالي يلقي إقبال العديد من المستثمرين الأردنيين أصحاب الفوائض المالية، ويعود ذلك إلى سهولة دخول المستثمر للسوق المالي، وأيضاً للحماية المتوفرة له من خلال مجموعة التشريعات والقوانين، ومن هنا نجد أن الأسواق المالية لها أهمية كبيرة في أعداد المعلومات المالية والمتمثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في هيئة الأوراق المالية، حيث تقوم هذه التقارير بتوفير المعلومات الأساسية التي يستطيع من خلالها المستثمر تحديد أسعار الأسهم على أساس صحيح.²

_ وهي أسهم نقدية ويجوز أن تكون عينية وتسدّد دفعة واحدة أو على أقساط لا تزيد عن أربع (04) سنوات من تاريخ المباشرة و هي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقاماً تسلسلية، أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها الشركة بملكية الثاني لهذه الأسهم وتشمل على البيانات التالية:³

_ الاسم الكامل للشركة وموقعها الرئيسي.

_ نوع المساهمة وعدد الأسهم وأسماء المساهمين.

_ تسلسل ملكية السهم.

وقد تكون في شكل فئات (فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم أو العشرة وهكذا..) ويكون الاكتتاب على هذه الأسهم من خلال الشركات المالية والبنوك على أن لا يقل عدد الأسهم المكتتب بها عن خمسة (05) وألا يزيد عدد المكتتبين عن شخص واحد في الطلب الواحد وتستمر مدة الاكتتاب عشرين (20) يوماً على الأقل ولا تزيد عن تسعين (90) يوماً وإذا لم يبلغ الاكتتاب ثلثي رأس المال يقوم المؤسسين بإحدى الأمرين:⁴

_ العودة على تأسيس وإعادة المبالغ لأصحابها وتحمل كافة الأعباء المترتبة على ذلك.

_ استكمال الاكتتاب بما لا يقل عن ثلثي رأس مال من قبل المؤسسين.

¹ المادة 3 من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 18/03/2014, 14:03 Exchange.jo/sites/default/sec.laws.arabic.PdF

² سامر فخري، عبيد صفاء، محمد الحمود، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دورية محكمة تعنى بالعلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة، جامعة الأردن، 2010م، ص:4.

³ فيصل محمود الشاوره، مرجع سابق، ص: 164.

⁴ نفس المرجع السابق، ص:164.

_ وبعد اكتتاب ما نسبته (50%) من رأس المال تكون الأسهم قابلة للتداول في السوق الثانوي، ولا يجوز للشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، إلا بموجب تعليمات شراء الشركات المساهمة العامة لأسهمها والصادرة سنة(2001) والتي تم العمل فيها اعتباراً من اليوم الأول من جانفي 2002 م، ويعد كل تداول للأسهم غير قانوني في أي من الحالات التالية:¹

_ إذا كان السهم مؤشراً عليه بالرهن أو بالحجز أو قيد آخر.

_ إذا لم يكن موجود شهادة للأسهم.

_ إذا لم يمض على تأسيس الشركة أكثر من سنتين.

_ إذا كان هناك حظر قانوني على التداول في بعض الأسهم ويستثني من خلال الانتقال للورثة أو بين الأصول والفروع أو المؤسسين أنفسهم مع ضرورة وضع إشارة الخطر إن كانت موجودة على متن الشهادة وكذلك في سجلات الشركة.

وعند زيادة رأس المال لشركة قائمة فانه يغطي من الاحتياطي الاختياري أو من الأرباح المدورة أو من خلال الاكتتاب العام على أن لا يجوز للمساهمين القدامى القيام بتغطية ما يزيد عن (50%) في السنة، وقد يكون ذلك بعلاوة إصدار تحدد من قبيل لجنة الإصدارات وتسجل على حساب احتياطي علاوة الإصدار ولا يجوز توزيعها على المساهمين.

ثانياً: إسناد القرض

وهي أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول وتصدرها الشركات المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس (05) سنوات وتتعهّد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد هذا القرض وفوائده طبقاً لشروط الإصدار، وتنقسم هذه الإسناد إلى الآتي:²

_ **الإسناد الاسمية:** وتكون باسم المالك وتنتقل الملكية حسب قانون السوق وتوثق في سجلات الشركات.

_ **الإسناد لحاملها:** وتكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها و تنتقل ملكيتها من شخص إلى آخر بالاستلام والتسليم مباشرة.

وتكون القيمة الاسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة و ذلك لغايات تسهيل عملية التداول، وقد تباع بقيمتها الاسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الاسمية وعليه فان السند يتضمن البيانات التالية:

_ اسم وشعار وتاريخ تسجيل الشركة.

_ قيمة ونوع ورقم السند بالإضافة لمدته وسعر الفائدة.

_ أي شروط أخرى بما لا يتعارض مع نشرة الإصدار.

_ وقد تكون بالدينار الأردني أو بالعملة الأجنبية وتقوم بتسويقها الشركات المالية وحسب الشروط التي يتضمنها

الاتفاق عليها ويجوز قيام إحداها بتغطية الإصدار، هذا ولا بد من توفر الشروط التالية في الشركة التي ترغب

¹ نفس المرجع السابق، ص ص:164، 165.

² فيصل محمود الشواربة، مرجع سابق، ص:165.

بالإصدار.¹

_ تنسيب مجلس الإدارة أو موافقة الهيئة العامة.

_ أن يكون رأس المال مدفوعاً بالكامل.

_ ألا يزيد الإصدار عن رأس المال الشركة.

_ أن لا تكون الإسناد بكامل قيمتها مضمونة برهن له الأولوية على موجودات الشركة.

_ موافقة لجنة الإصدارات.

كما أن الشركة الراغبة في الإصدار تقوم بإعداد نشرة إصدار، مع الإشارة إلى أن هذا النوع من الأوراق المالية بدأ التعامل به في عام 1979 أي بعد مضي عام على إنشاء سوق عمان المالي، حيث كان الإصدار لصالح شركة الاسمنت الأردنية بمبلغ 5 مليون دينار وبفائدة سنوية تقدر بحوالي (8.5%) مع إمكانية الاستثمار فيها من قبل البنوك.

ثالثاً: سندات المقارضة

وهي أداة من أدوات التمويل وفقاً لقواعد التمويل الإسلامي وتختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب تأخذ معنى لرد الأصل وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفاً وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود خسائر²، وكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح فان إصدارها يتم بإحدى الطريقتين التاليتين:³

_ أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته ويطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة المشاركة.

_ أن تصدر لهدف معين أي لتمويل استثمار محدد ويتم استردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة للمشاركة في الربح، وفي كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها ضريبة الدخل، وكذلك الحال بالنسبة لأصل القرض. وهناك عدة شروط ينبغي توفرها في الشركات الراغبة في إصدار مثل هذه السندات وهي كالتالي:⁴

_ أن يكون المشروع أو الاستثمار له جدوى اقتصادية.

_ أن يكون المشروع أو الاستثمار مستقلاً عن المشاريع الأخرى.

_ أن يمول المشروع أو الاستثمار شخصية مستقلة عن بقية المشاريع من حيث السجلات والتقارير المالية.

أما لجنة الإصدار التي تقوم بإصدار مثل هذه المستندات فهي تتكون من التالي:⁵

_ وكيل وزارة المالية.

_ وكيل وزارة الصناعة.

¹ نفس المرجع السابق، ص: 166.

² نفس المرجع السابق، ص: 166.

³ نفس المرجع السابق، ص: 166، 167.

⁴ نفس المرجع السابق، ص: 167.

⁵ نفس المرجع السابق، ص: 167.

_ وكيل وزارة الأوقاف.

_ مدير السوق المالي.

_ عضويين من القطاع الخاص.

ويتم عرض نشرة الإصدار على مجلس الوزراء للموافقة عليها بعد تعيبتها بكافة البيانات والمعلومات المطلوبة.

رابعاً: أدوات الدين العام

وهي عبارة عن أدوات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور، ويعني الصك أو الكمبيالة الصادرة وسندات الخزينة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم، وتتصّل على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة، أما السندات الخزينة فهي السندات المسجّلة أو السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة.

وبالتالي فإن شروط إصدارها تقرّر من قبل المجلس الوزراء ولا يجوز بأي حال من الأحوال بعد إعلانها تغييرها أو تعديلها، وفي نفس الوقت لا يجوز أن تزيد في أي وقت من الأوقات عن (25%) من معدل الواردات المحلية المحصّلة في السنوات الثلاثة الأخيرة أو إجمالي المبلغ المتداول أيهما أكثر، وألا يزيد إجماليها عن مقدار النفقات الرأسمالية السنوية المقدرة في الميزانية وعن (20%) من النفقات الفعلية للعام المنصرم و ألا يزيد الحد الأقصى لتاريخ الاستحقاق عن خمسة عشر (15) سنة، الاكتتاب فيها مسموح لغير المقيمين في الداخل، وذلك وفقاً لأحكام قانون مراقبة العملات الأجنبية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، وقد طرح هذا النوع من السندات لأول مرة سنة 1969 وقد لاقى هذا الإصدار إقبالاً كبيراً من البنوك والشركات المالية، الأمر الذي شجع الحكومة على طرحها مرة أخرى وكان ذلك سنة 1971 وقد كان لها نفس الإقبال الذي لاقاه الإصدار الأول بل تعداه إلى الجمهور العادي وذلك نتيجة لسهولة تحويلها إلى نقد في أي وقت وإعفائها من ضريبة الدخل وامتداداً لهذا النجاح المحقق في كلا الإصدارين اتجهت الحكومة ممثلة بالبنك المركزي نحو تشجيع المؤسسات والشركات العامة على إصدار مثل هذه السندات بكفالتها، وقد بدأ التداول فيها في سوق عمان المالي ابتداءً من سنة 1979.¹

الفرع الثالث: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان

يمكن تلخيص شروط الإدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:²

- _ تسجيل الأوراق المالية المعنية لدى هيئة الأوراق المالية.
- _ إيداع الأوراق المالية المعنية لدى مركز إيداع الأوراق المالية.
- _ عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأوراق المالية المعنية.
- _ وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.
- _ توقيع المصدر اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج الأوراق المالية.
- على الشركة التي تتقدم بطلب لإدراج أسهمها في السوق الثاني أن تزود البورصة بالبيانات والمعلومات التالية:

¹ نفس المرجع السابق، ص: 168.

² المادة 3: من منشور تعليمات إدراج المادة المالية الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 و لأحكام المادة 24/ب/1 من النظام الداخلي لبورصة لسنة 2004، على الموقع: <http://194.165.74/ar/node/810,23/03/2014,15:07>.

- 1_ تقرير صادر عن مجلس إدارة الشركة يتضمن ما يلي:¹
- أ_ نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وغاياتها الرئيسية، وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت أم أو تابعة أو شقيقة أو حليفة (إن وجدت).
- ب_ وصف الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة التي ترغب الشركة بإدراجها.
- ج_ تقييم مجلس الإدارة مدعماً بالأرقام لآداء الشركة والمرحلة التي وصلتها والانجازات التي حققتها، ومقارنتها مع الخطة الموضوعة.
- د_ الإحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها من تاريخ تأسيسها وحتى تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- هـ_ الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة.
- و_ أسماء الأشخاص الذين يملكون 5% أو أكثر من أسهم الشركة.
- ز_ أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب أشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم وعضوية أي منهم من مجالس إدارات الشركات الأخرى.
- ح_ كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة.
- 2_ عقد التأسيس و النظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار (إن وجدت).
- 3_ التقرير السنوي للشركة لآخر سنة مالية (إن وجد) والذي يتضمن تقرير مجلس الإدارة والبيانات المالية للشركة وتقرير مدققي الحسابات الشركة.
- 4_ البيانات المالية المرحلية مراجعة من قبل مدققي حساباتها والتي تغطي الفترة من نهاية السنة المالية السابقة لتاريخ تقديم طلب الإدراج وحتى نهاية الربع الأخير الذي يسبق تاريخ طلب الإدراج (إن وجدت).
- 5_ أي معلومات أخرى تراها البورصة ضرورية لاتخاذ قرار الإدراج.
- وحدّد قانون سوق عمان المالي رقم (1) لسنة 1990 المعدّل بموجب القانون رقم (31) لسنة 1992 في المواد 15، 16، 17 منه شروط قبول تداول الأوراق المالية في السوق والتي تتلخص فيما يلي²:
- _ يتم قبول الأوراق المالية في سوق عمان المالي بقرار من لجنة الإدارة.
- _ تقبل جميع السندات الصادرة عن الحكومة ومؤسساتها العامة التي تكفلها الحكومة وأذونات الخزينة وسندات الدين التي تصدرها الشركات بموجب أحكام قانون الشركات.
- _ يجب على كل شركة مساهمة عامة أردنية يبلغ رأسمالها المدفوع مئة ألف دينا على الأقل أن تطلب قبول أسهمها في السوق، أما الشركات المساهمة الأخرى فيحق لها أن تطلب قبول أسهمها في السوق مهما بلغ رأسمالها، شريطة أن تكون قد نشرت ميزانية سنتين مالييتين ولجنة أن تقرّر قبول أو رفض الطلب.

¹ المادة 6: من منشور تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادر بالإسناد عمان لسنة 2004، عبر الموقع الإلكتروني:

<http://194.165.74/ar/node/810,23/03/2014,15:07>

² موسى شقيري نوري، محمد، إبراهيم، وليد أحمد صافي، سوزان سمير ذيب، إيناس ظافر الزاميني، المؤسسات المالية المحلية والدولية، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009، ص:66.

المطلب الثالث: دور الوسطاء في سوق عمان المالي

يتم داخل القانون الخاص بالوسطاء تحديد عدد الوسطاء وصفة الوسيط ونوع العمل الذي يقوم به الوسيط بقرار اللجنة داخل سوق عمان المالي.

الفرع الأول: عمل الوسطاء

يتلخص عمل الوسيط في سوق عمان المالي في المهام الآتية:
- وسيط العمولة.

_ وسيط يشتري ويبيع لصالح محفظته.

_ وسيط مغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة.

_ وسيط مستشار مالي للاستثمارات في الأوراق المالية.

الفرع الثاني: شروط قبول الوسيط

يجب توفر الشروط التالية في الوسيط الذي يتقدم لعضوية البورصة.¹

أولا الشخص الطبيعي

_ أن يكون أردني الجنسية لا يقل عمره عن 30 سنة.

_ متمتع بالحقوق المدنية.

_ أن لا يكون قد أعلن إفلاسه أو الحكم بجناية.

- أن لا يقل رأسمال المدفوع عن 10.000 دينار أردني.

_ تقديم ضمان كافي مقدم للجنة سوق عمان المالي لا يقل عن 10.000 دينار أردني.

ثانيا: الشخص المعنوي

_ شركة أردنية.

_ يكون أكثر الشركاء بها من جنسية أردنية.

_ أن لا يكون مديرها محكوم أو الشركاء المفوضين قد أعلنوا عن إفلاسهم.

_ أن يكون مديرها حائزا على شهادة الثانوية العامة.

_ أن يجيد الشركاء المفوضين بإدارة الشركة القراءة و الكتابة باللغة العربية.

_ أن لا يقل رأسمال الشركة عن 10.000 دينار أردني.

_ تقديم ضمانات مالية لأمر اللجنة لا تقل عن 10.000 دينار أردني.

الفرع الثالث: واجبات وسطاء

يمكن إجمالها في النقاط الآتية:²

_ الامتناع عن المسّ بسمعة أي وسيط آخر أو الإنقاص من مكانته المهنية.

_ تقوم العلاقة بين الوسطاء على قواعد التعاون والمنافسة الشريفة.

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص ص: 168، 169.

² وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص ص: 79، 80.

- _ على الوسيط الذي يعتقد أن سلوك أحد الوسطاء الآخرين لا يتفق مع أحكام النظام أن يعلم المدير العام بذلك.
- _ لا يجوز السعي وراء المستثمرين لجلب الزبائن.
- _ يجب أن يقوم بإعلام السوق قبل الإعلان عن نفسه بأي وسيلة من وسائل الإعلام.
- _ لا يجوز شراء الأوراق المالية المتنازع عليها.
- _ الالتزام بالانتساب إلى جمعية الوسطاء التي ينشئها السوق.
- _ لا يجوز بالاشتراك في عضوية صندوق التأمين الذي ينشأ في السوق.
- وتجدر الإشارة إلى أن العضو تسقط عضويته في السوق في حالة:¹

- 1_ إذا فقد أحد الشروط اللازمة لعضوية السوق.
- 2_ إذا تقرر إسقاط العضوية عنه من قبل اللجنة أو إدارة السوق.
- في حين تسقط صفة الوساطة عن الوسيط في السوق في حالة:²
- 1_ إذا فقد أحد الشروط اللازمة لممارسة عمل الوسيط في السوق.
- 2_ إذا تقرر إسقاط صفة الوسيط عنه وفق القانون.

الفرع الرابع: قبول الأوراق المالية في السوق وإجراء تداولها كالأتي:³

_ يجب أن يتم قبول الأوراق المالية في السوق المالي بقرار من اللجنة وتقبل جميع السندات الصادرة من الحكومة ومؤسساتها العامة التي تكلفها الحكومة وجميع أدونات الخزنة وسندات الدين التي تصدرها الشركات وفقاً لأحكام هذه الأخيرة.

- _ يجب على الشركة المساهمة الأردنية العامة التي يبلغ رأس مالها المدفوع 100 ألف دينار على الأقل أن تطلب قبول أسهمها للتداول في السوق خلال ثلاثة أشهر من تاريخ منح الشركة حق الشروع في العمل.
- _ يحق للشركات المساهمة الأخرى تطلب قبول أسهمها للتداول في السوق مهما بلغ رأس مالها، شريطة أن تكون قد نشرت ميزانيات آخر سنتين ماليتين.

من جهة أخرى بدأت بورصة عمان يوم الأحد الموافق ل: 2005/6/5 دورة لتدريب وتأهيل الوسطاء الماليين التي تعقد خلال الفترة: 2005/7/7-6/5 وذلك بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية ومركز إيداع الأوراق المالية وبمشاركة نحو ثلاثين (30) متدرباً من شركات الوساطة المرخصة، ويأتي عقد هذه الدورة بهدف توفير الكوادر البشرية المؤهلة وذلك نظراً لحاجة سوق رأس المال الأردني للوسطاء الماليين في ظل التزايد الملحوظ في عدد المتعاملين بالأوراق المالية وفي أحجام التداول، وسيتم خلال هذه الدورة تعريف المشاركين بالمفاهيم والمهارات الأساسية للتعامل بالأوراق المالية والمهام والواجبات التي يقوم بمهام كل من هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية حيث يعتبر اجتياز هذه الدورة بنجاح من متطلبات الحصول على ترخيص لمزاولة مهنة الوساطة المالية لمعتمدي

¹ نفس المرجع السابق، ص: 80.

² وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص: 80.

³ نفس المرجع السابق، ص: 80، 81.

المهن المالية، كما عقدت دورة أخرى لتدريب الوسطاء والتي عقدت في السوق بداية من تاريخ 2005/6/19 إلى غاية 2005/7/21م.¹

الفرع الخامس: الجهات المتعاملة في بورصة عمان للأوراق المالية

يرتكز التعامل في بورصة عمان على بعض الجهات وذلك وفقاً لما نص عليه القانون، حيث ركز القانون والتشريعات الحكومية على بعض الأعضاء المتداخلة في السوق ومن بينهم:²

_ البنوك التجارية المحلية.

_ البنوك المتخصصة.

_ مؤسسات الإقراض الزراعي المتخصصة.

_ كل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي يبلغ رأسمالها المدفوع 100 ألف دينار أردني أو أكثر، حيث تقوم هذه الشركات بتوضيح أسعار التعامل للجنة لتسجيلها في سجل خاص ولا يجوز للجنة أن تسجل و تعلن المعلومات الواردة في هذا السجل الخاص إلا من الناحية الإحصائية والإجمالية.

المطلب الرابع: نظام العمولات والرسوم في بورصة عمان

يحدّد هذا النظام الرسوم والعمولات التي تتقاضاها البورصة مقابل إدراج وتداول الأوراق المالية بالإضافة للعمولات مقابل العمليات المستثناة من التداول داخل صالة التداول وأيضاً رسوم الانتساب ورسوم الاشتراك للوسطاء.

جدول (رقم: 12): نظام العمولات والرسوم في بورصة عمان للأوراق المالية.

مستثناة من التداول		عمولات التداول		المؤسسة
إسناد القرض	أسهم	إسناد القرض	الأسهم ووحدات الاستثمار	
/	/	/	0.0005	الهيئة
/	/	0.0001	0.0005	البورصة
حد أدنى 250 فلس 0.00005	حد أدنى 250 فلس 0.002	0.00005	0.0004	المركز
0.00005	0.002	0.00015	0.0014	المجموع

http://194.165.154-74/ar/node/862_25/3/2014_11:04

المصدر:

تضاف الحدود الدنيا والعليا لعمولات شركات الوساطة.

حيث يستوفي الوسيط عمولة تسحب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعمليتي الشراء والبيع حسب الجدول الموالي:

3 http://194.165.74/ar/node/896_23/03/2014_7:05.

² وليد، صافي، أنس، البكري، مرجع سابق، ص: 77.

جدول (رقم:13): الحد الأدنى والأعلى لعمولات التداول في بورصة عمان للأوراق المالية.

الورقة المالية	الحد الأدنى للعمولة	الحد الأعلى للعمولة
الأسهم	5.4 دينار لكل ألف دينار	7.4 دينار لكل ألف دينار
السندات	0.45 دينار لكل ألف دينار	0.95 دينار لكل ألف دينار
وحدات الاستثمار	2.0 دينار لكل ألف دينار	2.2 دينار لكل ألف دينار

المصدر: 14:28, 25/03/2014, <http://194.165.154.74/ar/node/840>

كما تجدر الإشارة إلى إلغاء النظام الداخلي لرسوم وعمولات بورصة عمان لسنة 1999 ليحل محله النظام الداخلي لرسوم وبدلات وعمولات بورصة عمان لسنة 2004 حيث بدأ العمل به اعتباراً من 1/9/2004¹ حيث تستوفي البورصة بدلاً سنوياً مقابل إدراج الأوراق المالية المصدرة داخل المملكة في البورصة، بواقع (0.0004) أربعة بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الأوراق، على أن لا يزيد المبلغ المستوفى عن ثلاث آلاف دينار (3000).

في حين تستوفي البورصة مقابل إدراج إسناد القرض الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية بواقع (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة الاسمية لتلك الإسناد على أن لا يزيد المبلغ المستوفى على (1000 ألف دينار).

وتستوفي البورصة بدلاً مقطوعاً سنوياً مقطوعاً عن كل إصدار مقابل إدراج أسناد القرض المصدرة من قبل أي من الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات مبلغ (250) مائتين وخمسين ديناراً، كما تستوفي ما مقداره (250) مائتين وخمسين ديناراً مقابل إدراج أدونات الخزينة المصدرة من قبل الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات عن كل إصدار، ولا تستوفي البورصة أي رسم "بدل" سنوي عن أسهم الشركات التي يعلّق إدراجها أثناء تصفيتهما تصفية اختيارية أو تصفية إجبارية "شركات تحت التصفية"².

كما تستوفي البورصة بدلاً مقابل إدراج الأوراق المالية غير الأردنية يساوي البدلات المقدرة على الأوراق المالية بموجب أحكام هذا النظام.³

ومن جانب العمولات تستوفي البورصة لقاء تداول الأوراق المالية عمولة بواقع (0.0005) خمسة بال عشرة آلاف من القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة من كل طرف من طرفي التعاقد، في حين تستوفي البورصة لقاء تداول إسناد القرض عمولة بواقع (0.0001) واحد بال عشرة آلاف من القيمة السوقية لإسناد القرض من كل طرف من طرفي التعاقد.⁴

¹ المادة 1: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات لسنة 2004، عبر الموقع الإلكتروني:

<http://194.165.154.74/ar/node/816>, 25/03/2014, 09:24.

² المادة 3: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات لسنة 2004، على الموقع الإلكتروني:

<http://194.165.154.74/ar/node/816>, 25/03/2014, 09:24

³ المادة 4: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات لسنة 2004، نفس الموقع السابق.

⁴ المادة 5: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعمولات لسنة 2004، نفس الموقع السابق

من جهة أخرى، تستوفي البورصة رسم إنتساب بواقع (200.000) مائتي ألف دينار ولمرة واحدة من الشركة التي تتمح رخصة للقيام لأعمال الوساطة المالية، كما تستوفي البورصة رسم اشتراك سنوي من العضو بواقع (500) خمسمائة دينار¹.

المطلب الخامس: تسوية المنازعات في البورصة

يلغى النظام الداخلي لحل المنازعات في بورصة عمان لسنة 2000 و يحل محله النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004 والذي بدأ العمل به ابتداء من 2004/09/1م، حيث يحلّ أي نزاع ينشأ بين الأعضاء وعملائهم عن طريق إجراءات التحكيم في البورصة في أي من الحالات التالية:²

1_ إذا كانت الاتفاقية المبرمة بين الطرفين شرطا تحكيميا ينصّ على أن جميع الخلافات المتصلة بالاتفاقية والتي تتعلق بها تحل نهائيا وفقا لأحكام وتعليمات حل المنازعات في البورصة بواسطة محكم فرد أو أكثر وفقا لاتفاق الطرفين.

2- إذا اتفق الطرفان بعد نشوء النزاع على أن يتم حله نهائيا وفقا لأحكام وتعليمات حل المنازعات في البورصة وذلك في حال عدم وجود شرط تحكيمي.

وعلى كل طرف يود اللجوء إلى التحكيم وفقا لهذه التعليمات، أن يقدم طلبا إلى أمين السرّ، ويجب أن يشتمل الطلب على المعلومات التالية:³

_ إسم كلا من المدعي والمدعى عليه عنوانه كاملا.

_ الاتفاقات ذات العلاقة وخاصة المتعلقة بالاتفاق على إحالة النزاع إلى التحكيم وفقا لهذه التعليمات.

_ وصف لطبيعة وظروف النزاع الذي كان سبب التقدم بالطلب.

_ إشارة إلى موضوع الطلب والمبالغ المطلوبة والأدلة التي يستند إليها في ادعائه.

_ موقفه حول عدد المحكمين واختيارهم وفقا لأحكام المادة (6) من هذه التعليمات.

_ أي معلومات أخرى ذات الصلة لموضوع الطلب.

ليقوم أمين السر في اليوم الموالي بتزويد المدعى عليه بنسخة من الطلب والوثائق المرفقة به ليبرد عليها لاستكمال وثائق المدعي عليه.

ويتعين على المدعى عليه أن يردّ على الطلب خلال خمسة أيام عمل من تاريخ تسلمه الطلب ويقدم الرد إلى أمين السرّ مشتملا على المعلومات التالية:⁴

_ رأيه حول طبيعة وظروف النزاع.

_ جوابه على طلبات المدعي والوثائق والأدلة التي يستند إليها.

¹ المادة 6: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعملات لسنة 2004، نفس الموقع السابق

² المادة 3: من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعملات لسنة 2004، عبر الموقع وتاريخ الزيارة التاليين:

<http://194.165.154.74/ar/node/808>, 25/03/2014, 09:30.

³ المادة 4: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، على الموقع:

<http://194.165.154.74/ar/node/808> ، 15-5-2014 ، 15.35

⁴ المادة 5: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق.

_ رده على المقترحات المقدّمة حول عدد المحكمين واختيارهم.

_ أيه معلومات أخرى ذات صلة بموضوع النزاع.

ثم يرسل أمين السر نسخة من الرد والوثائق المرفقة به إلى المدعي في اليوم التالي لتاريخ تسلمه للرد، فإذا تضمن رد المدعي عليه ادعاءً مقابلاً، تعيّن على المدعي عليه خلال خمسة أيام عمل من تسلمه للإدعاء المقابل.¹ إذا اتفق المدعي والمدعي عليه على أن ينظر النزاع من قبل محكم منفرد، فلهما تعيينهما خطياً، باتفاق يبلغ إلى أمين السر، وإذا لم يتفقا على هذا التعيين خلال أسبوع من تاريخ إبلاغ المدعي عليه بطلب التحكيم، يقوم رئيس مجلس الإدارة بتعيين المحكم الفرد.

في حين إذا لم يتفق الطرفان على تعيين حكم منفرد، فيحال النزاع للنظر به من قبل ثلاثة محكمين، وفي هذه الحالة يقوم طلب التحكيم وفي الرد عليه بتعيين محكم عنه، ويقوم رئيس مجلس الإدارة بتعيين المحكم الثالث، ما لم يكن الطرفان قد خولا المحكمين المعنيين منها اختيار المحكم الثالث خلال المدة المذكورة، ويقوم رئيس مجلس الإدارة بتعيينه، ويتولّى المحكم الثالث في جميع الأحوال رئاسة هيئة التحكيم، فإذا امتنع أحد الطرفين عن تعيين محكمه يقوم رئيس مجلس الإدارة بتعيين المحكم بدلا عنه، بعد ذلك يتم تبليغ الطرفين بالتشكيل النهائي لهيئة التحكيم. وفي ذات السياق يحق لأي طرف أن يطلب رد أي محكم يرى عدم إسقاطيته أو ارتباطه بأي شكل بموضوع النزاع، ويقدم طلب الرد إلى أمين السرّ خلال ثلاثة أيام من تاريخ تبليغه بقرار تعيين المحكم ويعود لمجلس الإدارة حق الفصل في هذا الطلب حسب تقديره.²

عند الإنتهاء من إجراءات تبادل الوثائق وتعيين المحكمين، يرفع أمين السر ملف النزاع إلى هيئة التحكيم، حيث تقوم هذه الهيئة بتعيين كاتب للجلسات ودراسة القضية في ضوء المستندات والوثائق المقدمة من الطرفين، وتقوم ببناء على طلب أحدهما بسماع أقوالهما بصورة وجاهية، كما تستطيع من تلقاء نفسها أن تقرّر سماعها دون طلب منهما، ولهيئة التحكيم الحق بأن تقرّر الاستماع إلى أي شخص آخر بحضور الطرفين أو بعد دعوتها حسب الأصول³، حيث تكون بورصة الأوراق المالية مقراً للتحكيم ويتم التحكيم بين طرفي النزاع باللغة العربية ما لم يتفق الطرفان على اعتماد لغة أخرى، ولا يسمح بحضور أي شخص غير الطرفين أو ممثليهم القانونيين إلا بموافقة هيئة التحكيم.⁴

وفي حال توصل الطرفان إلى تسوية النزاع بعد تحويل الملف إلى هيئة التحكيم، يجب تثبيت التسوية بصيغة قرار تحكيم صادر بتراضي الطرفين.⁵

وبناء على ما سبق على هيئة التحكيم إصدار قرار التحكيم النهائي خلال عشرين (20) يوماً من تاريخ رفع الملف إليها، كما يجوز لمجلس الإدارة تمديد المدة المقررة (20 يوم) بناء على طلب مقنع من هيئة التحكيم لمدة أقصاها 20

¹ المادة 5: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق.

² المادة 6: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، على الموقع :

<http://194.165.154.74/ar/node/808>، 15-5-2015، 15.35

³ المادة 7: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق

⁴ المادة 9: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق

⁵ المادة 12: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق

يوم أخرى¹، كما ويصدر قرار التحكيم في نسخة أصلية تودعها هيئة التحكيم لدى أمين السرّ، ثم يقوم هذا الأخير بدعوة كلا الطرفين لاستلام قرار التحكيم حال وروده إليه، ويمكن لأي طرف منهما استلام نسخة مصدقة من قرار التحكيم شريطة أن يكون الطرفان أو أحدهما قد دفع مصاريف التحكيم كاملة، وقد يتعدى الأمر إلى طلب صور إضافية من القرار متى اقتضت الضرورة ذلك².

المبحث الثالث: دور بورصة عمان للأوراق المالية في تلبية المتطلبات الاستثمارية.

يعتمد الاقتصاد الأردني على القطاع الخدمي (تجارة خارجية وسياحة) بصورة كبيرة ما يمثل 75 بالمئة من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، وعلى بعض الصناعات الاستخراجية كالأسمدة والأدوية، وللوقوف على تأثير الأسواق المالية في الاقتصاد الأردني سيتم في هذا المبحث عرض لنشاط كلا من السوق الأولية والثانوية بحيث يصبح بالإمكان تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: واقع السوق الأولية للبورصة

يسمح تتبع نشاط السوق الأولي في الأردن بتحديد الدور الذي تلعبه هذه السوق في نمو الاستثمارات من خلال استيعاب المدخرات التي حققتها كفاءة السوق.

الفرع الأول: طبيعة الإصدارات في السوق

جدول (رقم: 14): توزيع إصدارات السوق الأولي الأردني (2008-2013) الوحدة (مليون دينار أردني).

السنة	السندات			الأسهم			
	إسناد قرض	سلطة مياه	سندات وأذونات الخزينة	تأسيس الشركات	التحول من شركة ذات مسؤولية محدودة على شركة مساهمة عامة	زيادة رأس المال	المجموع
2008	141.8	128	2.981.2	242	89.4	3458.2	4.078.907.704
2009	151.8	138.5	4.191	3	10.7	2303.7	4.798.571.922
2010	93.768.170	268.5	4.641.3	10	13.6	96.1	5.166.8
2011	38	801.38	4110.9	/	55	81.7	5.086.951.251
2012	101.2	369	5622.5	/	/	144.8	6.237.525.273
2013	81.5	180	4.680	/	/	46	5.800.9

المصدر من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

_ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، مرجع سابق، ص: 85. من الموقع:

www.ammanexchange.com/art.phpid=98626319fa680dbeb8990cae5bb56509826, 31-3-2014, 12.30

- التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013، ص: 27.

¹ المادة 14: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع أعلاه.

² المادة 17: من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان، الموقع السابق

تحليل الجدول:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية لسنة 2009 عنه في سنة 2008 بمقدار 17.6 % وتأتي هذه الزيادة كنتيجة منطقية لزيادة الدين العام الداخلي والمتمثل في قيام الحكومة بإصدار ما قيمته 4191 مليون دينار من سندات وأذونات الخزينة خلال عام 2009، كما ارتفعت نسبة الإصدارات لسنة 2010 بنسبة 6.8% عن مستواها في العام 2009 لزيادة حجم الدين الداخلي المترتب على الحكومة الأردنية.

في حين نلاحظ انخفاض في قيمة الإصدارات الأولية لسنة 2011 بنسبة 0.7% قيمة الإصدارات الأولية عن مستواها في العام السابق (2010) لتعاود الارتفاع بنسبة 27.6% عن مستواها في 2011 لقيام الحكومة بإصدار ما قيمته 5622.5 مليون دينار من أدوات دين حكومي.

وبالنسبة للإصدارات الأولية من الأسهم شهدت آخر ثلاث سنوات قبل عام 2008 إصدارات ضخمة من الأسهم نشطت سوق الإصدار الأولي والذي يؤثر بصورة أو بأخرى في الناتج المحلي الخام وبالتالي خلق فرص عمل وهو ما يؤدي إلى تحسين أداء مختلف القطاعات لذا يجب الإشارة إلى الدور الذي لعبه سوق عمان المالي في أداء الاقتصاد الأردني في تلك الفترة وذلك من خلال مساهمتها في استقطاب استثمارات كبيرة مصدرها المتغير بين الأردنيين والمستثمرين الأردنيين وخاصة الخليجيين سواء من خلال مشاركتهم في الاكتتاب بأسهم الشركات الحديثة التي طرحت للاكتتاب العام أو مشاركتهم في زيادة رؤوس أموال الشركات القائمة والتي يملكون حصة في رأسمالها ومنها مثلا المشاركة الهامة والكبيرة في زيادة رأس مال البنك العربي وحيث ساهمت الأموال التي تم الاكتتاب بها وتجميعها بالعملة الأجنبية في زيادة احتياطات الأردن من العملات الصعبة مما عزز ميزان المدفوعات وساهم باستقرار سعر الصرف إضافة إلى مساهمتها في زيادة حجم الودائع إلى البنوك الأردنية وانعكاس نمو الودائع على حجم الإقراض وبالتالي المساهمة في دعم النمو¹.

حيث تم خلال العام 2008 تأسيس 15 شركة من الشركات المساهمة العامة وتحول خمس (05) شركات إلى شركات مساهمة عامة إضافة إلى قيام الكثير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها، في حين تم تأسيس شركة واحدة وتحول ثلاث شركات ذات مسؤولية محدودة إلى شركات مساهمة عامة وقيام 40 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمبلغ 261.4 مليون دينار، كما تم خلال 2010 تسجيل أسهم شركة واحدة وتحول ثلاث شركات مساهمة عامة وقيام 33 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 119.8 مليون سهم.

في حين تم تحويل شركة واحدة وقيام 8 شركات بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 64.8 مليون سهم سنة 2011، كما تم خلال 2012 قيام 15 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة 144.8 م دينار².

وبالتفصيل في طبيعة هذه الإصدارات نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات أي هيمنة إصدار السندات على إصدارات أوراق رأس المال، حيث سجل إصدار الأسهم أعلى نسبة له خلال 2008 ب 10.98% بحيث اقتصر دور

¹ مقال معروض على شبكة الانترنت، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيين:

www.alrai.com/article/637540.html, 17/3/2014, 18:25

² تم الاعتماد على مختلف التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات: 2012-2011-2010-2008.

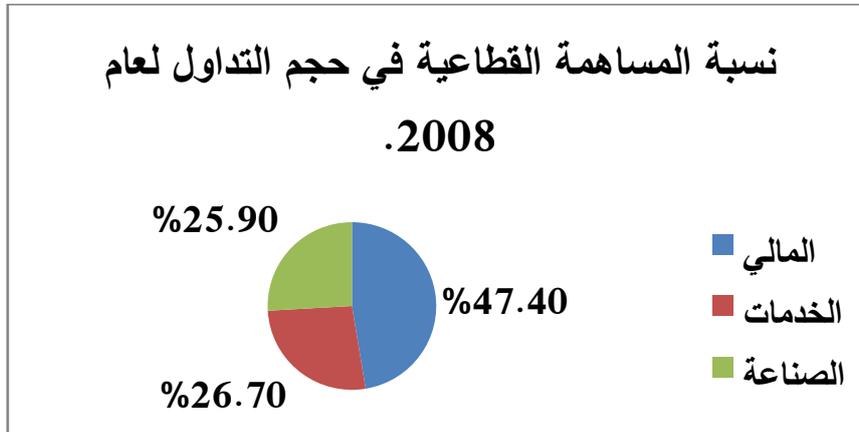
السوق على نقل ملكيات أسهم الشركات المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع والشراء اليومي دون أي إضافة تذكر للاقتصاد الوطني بصفة عامة ولسوق المال بصفة خاصة.

في حين كان للتراجع المستمر لمؤشرات سوق عمان المالي منذ الربع الأخير من سنة 2008 والخسائر الجسيمة التي تعرض لها مساهمي الشركات والمستثمرين في السوق والتي تجاوزت حاجز 20 مليار دينار أردني من الأسباب الرئيسية لتوقف وجمود سوق الإصدار الأولي وبالتالي من المفروض على الجهات الرقابية وأصحاب القرار الاقتصادي وضع الآليات وإجراءات المناسبة لتعزيز نشاط سوق عمان المالي في ظل تحسن مؤشرات معظم أسواق المنطقة والذي ساهم بعودة النشاط إلى سوق الإصدار الأولي.

الفرع الثاني: التنوع القطاعي للإصدارات

يختلف إسهام القطاعات الاقتصادية في إصدارات الأوراق المالية من سنة لأخرى، إلا أنه ما يلاحظ في بورصة عمان هيمنة القطاع المالي عامة والبنوك خاصة على هذا النوع من الإصدارات.

شكل رقم: 22: نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام 2008.

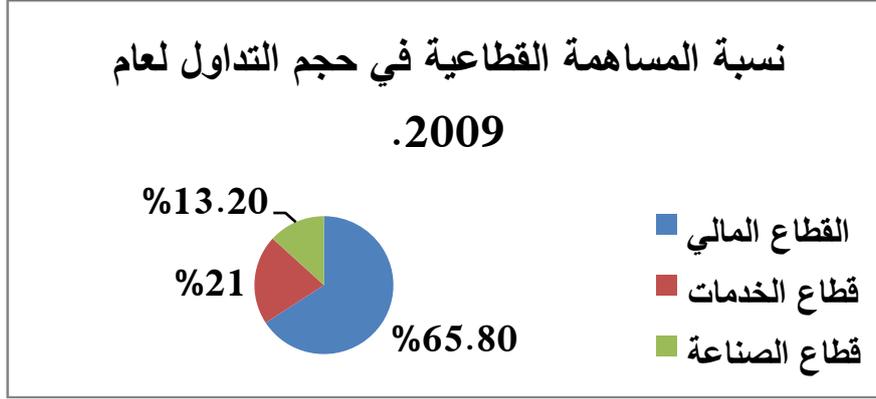


المصدر: التقرير السنوي العاشر لبورصة عمان لسنة 2008، ص: 24، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيين:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014,13:25

يبين الشكل المالي أن قطاع المالي قد احتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول، تلاه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، مما يذكر بان التداول في القطاعات الصناعية الاستخراجية والتعدينية والعقارات والطاقة والمنافع والخدمات المالية المتنوعة والبنوك استحوذت على ما نسبته " 30.3%، 17.5%، 16.5%، 11.6%، 15.9% على التوالي من حجم التداول الإجمالي.

شكل (رقم 23): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام 2009

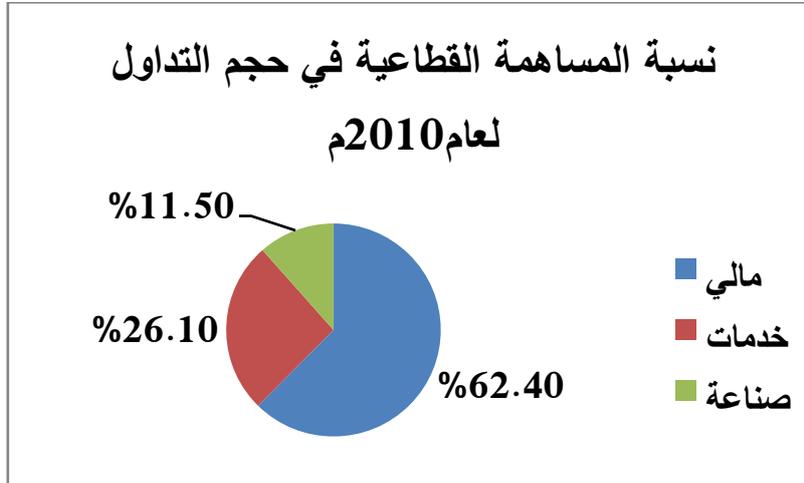


المصدر: التقرير السنوي الحادي عشر لبورصة عمان لسنة 2009، ص: 22، على الموقع التالي:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014,13:30

من الشكل أعلاه وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، تلاه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، مع الإشارة إلى أن قطاعات العقارات والخدمات المالية المتنوعة والبنوك والخدمات التجارية، الصناعات الاستخراجية والتعدينية استحوذت على ما نسبته: 3.4%، 3.8%، 9.8%، 9.3%، 7.1%، على التوالي من حجم التداول الكلي "الإجمالي" في البورصة.

شكل (رقم 24): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام 2010م

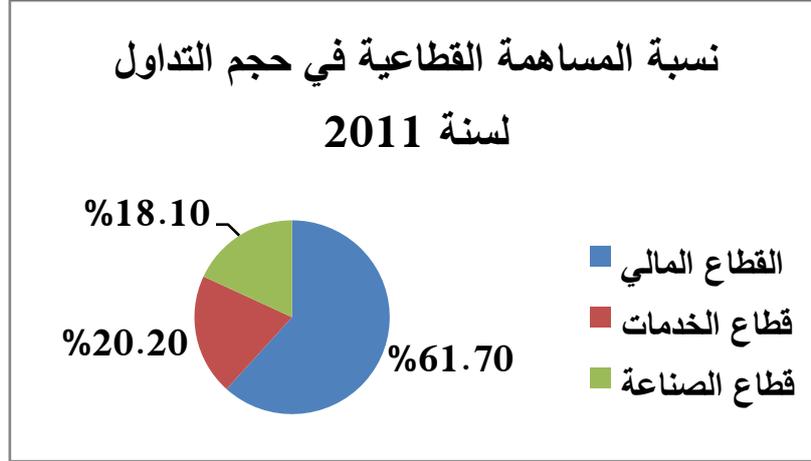


المصدر: التقرير السنوي الثاني عشر لبورصة عمان لسنة 2010، ص: 22، عبر الموقع وتاريخ الاطلاع الآتيين:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014,13:35

من الشكل أعلاه نلاحظ استحواد القطاع المالي على الجزء الأكبر من حجم التداول، يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، ومما يذكر بان التداول في القطاعات: العقارات، الخدمات المالية المتنوعة، الخدمات التجارية، البنوك والنقل استحوذ على ما نسبته 23.9%، 23.3%، 15.5%، 10.7%، 5.1%، على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة.

شكل (رقم 25): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2011م

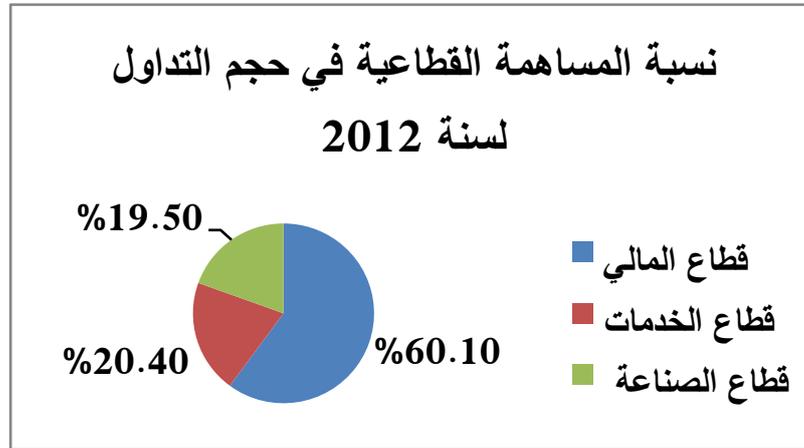


المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2011، ص: 22. على الموقع التالي:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014,13:40

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات، أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات، ومما يذكر بأن التداول في قطاعات العقارات والخدمات المالية المتنوعة والبنوك والصناعات الكهربائية والصناعات الاستخراجية والتعدينية استحوذت على ما نسبته: 26.4%، 16.5%، 16.1%، 7.1%، و 6.2%، على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة.

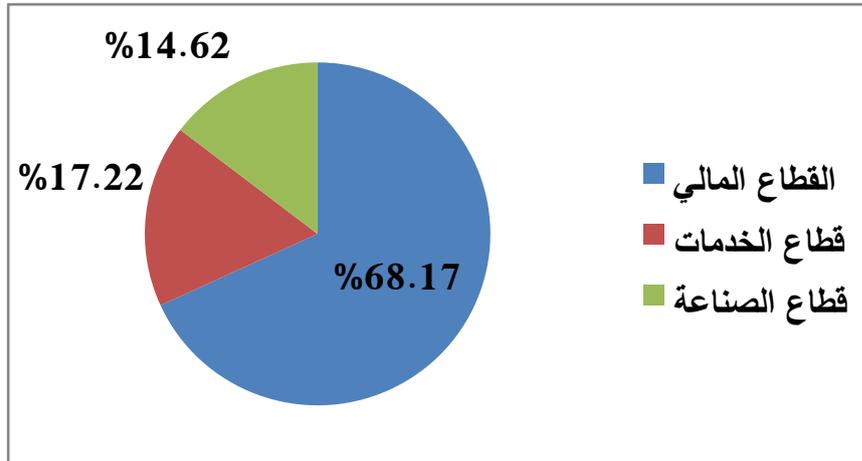
شكل (رقم: 26): نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2012.



المصدر: التقرير الرابع عشر لسنة 2012، ص: 20، على الموقع الآتي: www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014,13:45.

من خلال الشكل نلاحظ أن القطاع المالي احتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، تلاه قطاع الخدمات ثم القطاع الصناعة، أما من حيث أحجام التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذت قطاعات العقارات والبنوك والخدمات المالية المتنوعة، النقل، الصناعات الاستخراجية والتعدينية على ما نسبته: 52.2%، 17.2%، 17%، 8.3%، 4.6%، على التوالي من حيث حجم التداول الإجمالي في البورصة.

شكل (رقم:27): نسبة المساهمة القطاعات في الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2013م.



المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، ص: 5.

من خلال الشكل نلاحظ أن القطاع المالي قد احتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، تلاه قطاع الخدمات ثم الصناعة. كما وبيّن في نفس السياق الجدول رقم 15، حركة مؤشري حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2008-2013.

جدول (رقم:15): ملخص لحركة مؤشري حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2008-2013. الوحدة: مليون دينار أردني.

قطاع الصناعة			قطاع الخدمات				القطاع المالي				السنة القطاع	
الوزن %	حجم التداول مليار ورقة	الوزن %	الأسهم المتداولة	الوزن %	حجم التداول مليار ورقة	الوزن %	الأسهم المتداولة بالمليون	الوزن %	حجم التداول مليار ورقة.	الوزن %	الأسهم المتداولة مليون.	
25.70	49415157 97	17.10	879347 334	27.45	5277904 373	23.84	1226134538	46.84	9006007273	59.06	3036762655	2008
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	*2009
12.10	73678238 2	12.57	831094 836	25.21	1534832 064	17.17	1135510253	62.69	3817007269	70.26	4645931986	2010
18.13	50083436 8	18.89	755531 991	20.50	5664469 86	18.19	727297291	61.37	1695428583	62.92	2515786419	2011
19.82	38286787 0	16.03	378095 315	20.82	4022206 84	19.64	463219985	59.36	1146820168	64.33	1517301513	2012
15.96	38700625 2	14.62	376058 312	16.67	4043766 98	17.22	442843397	67.37	1634155068	68.17	1753446125	2013

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الحصاد السنوي لبورصة عمان للسنوات 2008-2013.

* 2009: عدم توفر المعلومات من قبل الجهات المختصة، ممثلة في: 1-هيئة الأوراق المالية، 2- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، 3- بورصة عمان للأوراق المالية

حيث أغلق مؤشر بورصة عمان نهاية عام 2013 على ارتفاع 5.53% عند مستويات 2065.83 نقطة، ومن أهم القطاعات التي ساهمت بهذا الارتفاع، القطاع المالي بالدرجة الأولى الذي أغلق مرتفعاً بنسبة 14.39% عند مستويات: 2703.85 نقطة، وتلاه في المركز الثاني القطاع الخدمات الذي أغلق عند مستويات 1664.77 نقطة مرتفعاً بنسبة 0.83% بينما جاء القطاع الصناعة منخفضاً بنسبة 9.72% مغلقاً عند 1964.91 نقطة¹.
في حين يوضح الجدول الموالي القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعياً:

جدول (رقم:16): القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعياً (2008-2013) الوحدة: مليون دينار

السنة	القطاع المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2008	15501	3630	6270	25401
2009	12559	3877	6091	22527
2010	11742	3735	6381	21858
2011	9847	3481	5944	19272
2012	9584	3398	6159	19142
2013	10562	3276	4395	18233

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- التقرير السنوي الرابع عشر لبورصة عمان لسنة 2012.

- التقرير السنوي الرابع عشر لبورصة عمان لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 23.

من خلال الجدول نلاحظ أن القطاع المالي يستقطب أعلى نسبة من حيث مساهمته في القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان حيث يضم هذا القطاع مختلف البنوك وكذا مختلف المؤسسات المالية من شركات تأمين وشركات القطاع العقاري.

ويمكن إرجاع هذه السيطرة للقطاع المالي إلى ضخامة رؤوس الأموال وكذا القيمة السوقية لمختلف الشركات المنتسبة لهذا القطاع وارتفاع في قيمة التداول التي تشهدها أوراقها خلال مختلف السنوات محل الدراسة.

وبملاحظة النسب المئوية للقطاع المالي خلال السنوات من 2008-2013 نجد أنها تستحوذ على أكثر من 50% من القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق وتنقسم النسبة الباقية بين قطاعي الصناعة والخدمات إذ كانت الغلبة للقطاع الصناعي.

الفرع الثالث: الخصخصة في الأردن

بمرور الوقت وتنامي دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية وازدياد الروح الريادية لدى قطاع كبير من رجال الأعمال والمستثمرون الأردنيين في الداخل والخارج وازدياد الأعباء الاقتصادية والاجتماعية والتشريعية والتنظيمية للحكومة، حيث جاء توجه الحكومة الأردنية نحو سياسة الخصخصة في مطلع الربع الأول من عام 1985 مستمداً من روح التكليف الملكي السامي للحكومة آنذاك الذي حث على تشجيع القطاع الخاص ليأخذ دوره سواء في التنمية الاقتصادية في معظم القطاعات بما فيها الصحة والتعليم، أو تحقيق العدالة الاجتماعية، حيث جاءت عملية الخصخصة كجزء من خدمة اقتصادية متكاملة تبنتها الحكومة منذ بداية التسعينات في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 13.

والإعتماد على الذات في أعقاب الأزمة الاقتصادية التي حلت بالاقتصاد الأردني، بالإضافة إلى المنتجات الاقتصادية في مجال العولمة وازدياد المنافسة وإزالة الحواجز الجمركية والإدارية لتحرير التجارة العالمية وتدفق رؤوس الأموال وثورة المعلومات والاتصالات.

لم تكن الخاصية في المملكة الهاشمية ترفاً اقتصادياً أو تقليعة جديدة أو محاكاة لتجارب دول أخرى وإنما أملت وأفرضتها الدراسات والمسموحات التي أجريت على مشروعات القطاع العام والتي أكدت نتائجها على أن درجة كبيرة من عدم الكفاءة الإدارية والتشغيلية تسود شركات ومؤسسات القطاع العام إضافة إلى هدر المال العام والترهل الإداري وتدني الخدمات التي تقدمها وارتفاع المديونية في حين تحقق شركات القطاع الخاص عوائد ونتائج أفضل وتولد فرص عمل أفضل نظراً لارتفاع الكفاءة الإدارية والتشغيلية فيها،¹ وذلك استجابة لسياسة صندوق النقد والبنك الدوليين حيث لم يحقق الاقتصاد الأردني أي مكاسب من وراء الخاصية، وقدمت الدولة تنازلات اقتصادية وسياسية غير مبررة لأهم الشركات الوطنية في البلاد، كما قدمت الدولة تنازلات عن إيرادات الخزينة لصالح الشركات الأجنبية، في حين أن الخزينة هي بأمر الحاجة إلى هذه الأموال، قسم كبير من الشركات ليست متعثرة ولا تكبد الخزينة خسائر بل على العكس تحقق أرباحاً، فقط لاعتبارات تفرضها مصالح الاحتكارات العالمية، وللخضوع لشروط الصندوق والبنك الدوليين وقبل انتهاء من مرحلة بيع المؤسسات الدولة بدأت الخطوات اللاحقة لبيع أراضي ميناء العقبة بذريعة إطفاء الديون علماً أن قيمة أرض العقبة البالغة 354.5 مليون درهم تم إنفاقها ضمن النفقات العام لعام 2008، ولم يتم إطفاء الديون بل على العكس قفزت المديونية بشكل يفوق كل التقديرات خلال العامين الأخيرين.²

حيث كانت البداية الفعلية للخصخصة عن طريق بيع الأسهم في السوق الأولي الأردني كانت في 1996م بحصيلة قدرها 11 شركة، وعلى الرغم من صغر حجم برنامج الخصخصة في الأردن مقارنة ببعض الدول الأخرى إلا أنه يعتبر من أنجح البرامج في الدول العربية نظراً للسرعة التي تم فيها تنفيذه فقد قامت الحكومة خلال الفترة ما بين عامي 1996 و 2000 ببيع أسهمها في 21 شركة تمتلك فيها 5 بالمائة أو أقل من الأسهم و 12 شركة تمتلك فيها بين 5 و 10% من الأسهم و 11 شركة تمتلك فيها أكثر من 10% من الأسهم.³ في حين أظهر تقرير التخاصية أن حصيلة عملية الخصخصة في الأردن بلغت 5.2 مليار دينار منذ سنة 1998 حتى نهاية 2012، وأظهر التقرير أن خزينة الدولة حققت إيرادات بلغت 3.5 مليار دينار منذ بداية برنامج التخاصية عام 1998 حتى نهاية 2012.⁴

المطلب الثاني: أداء السوق الثانوية

إن تحديد مدى تطور البورصات لا يعتمد على مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة منها تؤثر على درجة تطور سوق المال وكفاءته، وفيما يلي عرض مفصل لهذه المؤشرات.

¹ www.ase.com.jo/ar/node/868,12:35

² www.ase.com.jo/ar/node/868,12:35

³ لجنة التنسيق العليا للأحزاب المعارضة الوطنية الأردنية، مداخلة بعنوان نتائج وآثار الأزمة المالية والاقتصادية، المؤتمر الوطني للاقتصاد الوطني للإصلاح

الاقتصادي والاجتماعي، عمان في 2010/3/20، ص ص: 26، 27.

⁴ www.jfra.news.net/more_83267,04/04/2012, 14 :33

الفرع الأول: حجم السوق: ويضم ما يلي:

أولاً: عدد الشركات المدرجة

سنتعرض في هذا الفرع إلى تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من الفترة (2008-2013)

جدول (رقم:17): عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من 2008 إلى 2013م

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المدرجة	262	272	277	247	243	242

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقرير بورصة عمان لسنة 2012، على الموقع الإلكتروني:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014, 13:45

شهد العالم 2008 تأسيس عدد من شركات المساهمة العامة مما أدى إلى ارتفاع في عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى 262 مقابل 245 شركة مدرجة بنهاية 2007م، حيث تم إدراج 17 شركة جديدة كان النصيب الأكبر للقطاع المالي ب: 7 شركات تلاه الخدمات ب 4 شركات جديدة، ثم قطاع الصناعة بشركة واحدة فقط. فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 126 شركة من مجموع الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2008م، في حين بلغ عددها في السوق الثاني 126 شركة، كما إرتفعت رؤوس أموال هذه الشركات المدرجة إلى 6.4 مليار دينار مقارنة مع 5.4 مليار لنهاية 2007م وجاءت هذه الزيادة لارتفاع عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها.

كما تم في نفس السنة إعادة التداول لأسهم 14 شركة تم إيقافها بناء على طلب الهيئة (هيئة الأوراق المالية)، ومن جهة أخرى وافقت الهيئة على إدراج أسهم 18 شركة جديدة في حين تم شطب إدراج أسهم ست (06) شركات من السوق الأول إلى الثاني.

كما ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة بنهاية 2009 إلى 272 شركة ب: 119 شركة في السوق الأول و153 شركة في السوق الثاني وساهم هذا الارتفاع في زيادة رؤوس أموال هذه الشركات على 6.7 مليار دينار مقارنة مع 6.4 مليار دينار بنهاية 2008م، حيث جاءت هذه الزيادة نتيجة قيام 13 شركة مدرجة خلال عام 2009م بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص المساهمين الشركة، حيث بلغ عدد أسهم الزيادة 61.934.462 سهم و قيام ست (06) شركات بزيادة رأسمالها عن طريق تخصيصها لشريك استراتيجي، وقد بلغ عدد أسهم الزيادة 126.122.223 أسهم، كذلك قيام سبع عشرة (17) شركة بزيادة رأسمالها عن طريق توزيع أسهم مجانية بلغ عددها 77.207.860 سهم، وقد تم خلال نفس السنة إدراج أسهم إحدى عشر (11) شركة جديدة برأس مال قدره 138.5 مليون دينار. كما تم شطب إدراج أسهم الشركة العربية لصناعة الأدوية، وقد تم نقل إدراج 15 شركة من السوق الثاني إلى الأول ونقل أسهم 22 شركة من السوق الأول إلى الثاني.

جدول (رقم:18): أسهم الشركات الجديدة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2009 الوحدة: مليون دينار أردني

الرقم	الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	رأس المال
1	الانتقائية للاستثمار والتطوير العقاري	ENTK	2009/01/15	3.433.060
2	البطاقات العالمية	CARD	2009/2/2	14.223.184
3	سرى للتنمية والاستثمار	SURA	2009/2/5	11.500.000
4	مساكن لتطوير الأراضي والمشاريع الصناعية	MSKN	2009/2/23	18.000.000
5	المتحدة لصناعة الحديد والصلب	MANS	2009/2/23	32.165.176
6	المجموعة المتحدة للنقل البري	UGLT	2009/2/25	4.200.000
7	الإسراء للاستثمار والتمويل الإسلامي	ISRA	2009/4/5	20.000.000
8	عمون الدولية للاستثمارات المتعددة	AMON	2009/4/29	12.031.108
9	اتحاد النساجون العرب	ARWU	2009/5/13	12.000.000
10	المتكاملة للتأجير التمويلي	LEAS	2009/5/14	7.000.000
11	رخام الأردن	JMCO	2009/11/19	4.000.000

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان سنة 2009، ص: 26، عبر الموقع:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014, 13:30

وبالنظر إلى سنة 2010 م نجد أن عدد الشركات المدرجة في البورصة ارتفع عما كانت عليه لسنة 2009م، حيث بلغ عددها 277 شركة ب 112 شركة في السوق الأول، فيما بلغ عددها في السوق الثاني 165 شركة، كما ارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى 7 مليار دينار سهم مقارنة ب 6.7 مليار دينار بنهاية 2009م، حيث جاءت هذه الزيادة نتيجة لإدراج خمس شركات جديدة خلال 2010 فظلا عن قيام مجموعة من الشركات المدرجة بزيادة رؤوس أموالها خلال نفس العام بطرق مختلفة.¹

ويوضح الجدول الآتي أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة التي أدرجت خلال 2010م.

جدول (رقم:19): أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة التي أدرجت سنة 2010. الوحدة: مليون دينار أردني

الرقم	اسم الشركة	الرمز	تاريخ الإدراج	رأس المال
1	العبور للشحن والنقل	TRUK	2010/3/2	3.000.000
2	فيلاذلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	2010/5/19	2.000.000
3	مستشفى ابن الهيثم	IBNH	2010/5/27	20.000.000
4	الضمان للاستثمار	DAMAN	2010/10/27	10.000.000
5	الشراع للتطوير العقاري والاستثمارات	SHRA	2010/11/2	6.000.000

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، ص: 28، على الموقع الإلكتروني:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014, 13:31

¹ www.ase.com.jo/ar/node/1652,24/3/2014, 13:31.

التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، ص: 28، عبر الموقع:

كما قامت ست (06) شركات بزيادة رأسمالها، عن طريق الاكتتاب الخاص لمساهمي الشركة وقد بلغ عدد أسهم الزيادة: 15.293.712 سهم و قامت عشرة (10) شركات بزيادة رأسمالها عن طريق تخصيصها لشريك استراتيجي وبلغ عدد أسهم الزيادة: 14.427.733 سهم و قامت عشرين شركة بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب العام بمقدار: 1.503.370 سهم وتم نقل إدراج اثنا عشر شركة من سوق الثاني إلى السوق الأول و 19 شركة من السوق الأول إلى السوق الثاني.¹

وانخفض عدد الشركات المدرجة بنهاية 2011 إلى 247 شركة في السوق الثاني، كما انخفضت رؤوس الأموال الشركات المدرجة إلى نحو 6.95 مليار دينار أسهم بنهاية 2011 م مقارنة ب: 7 مليار دينار أسهم بنهاية 2010 م حيث جاء هذا الانخفاض بشكل رئيسي نتيجة إلغاء إدراج 32 شركة خلال عام 2011 م وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية، كما قامت بورصة عمان بإدراج أسهم شركتين جديدتين بلغ مجموع رؤوس أموالها 57.5 مليون دينار/سهم.

كما تم نقل إدراج تسع شركات من السوق الثاني إلى السوق الأول و 25 شركة من السوق الأول إلى السوق الثاني.

ويوضح الجدول التالي أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة التي أدرجت سنة 2011م.²

جدول (رقم:20): أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة المدرجة في سنة 2011. الوحدة: مليون دينار أردني

الرقم	اسم الشركة	الرمز	رأس المال	تاريخ الإدراج
1	الصفوة للاستثمار المالية.	SFWA	2.469.232	2011/06/12
2	اسمنت الشمالية	NCCO	55.000.000	2011/7/3 م

المصدر: تقرير بورصة عمان لسنة 2011م، ص: 28، على الموقع:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014, 13:32.

كما نلاحظ انخفاض عدد الشركات المدرجة لسنة 2012 م مقارنة بنسبة 2011م حيث بلغ عددها 243 شركة مقابل 247 شركة مدرجة بنهاية 2012م وذلك لإلغاء إدراج 5 شركات تبعا لأحكام تعليمات الإدراج للأوراق المالية*، ومما يجدر ذكره أن البورصة قامت بتطبيق تعليمات للإدراج في 2012/10/1 تم بموجبها إعادة توزيع الشركات على ثلاثة أسواق أول وثاني وثالث، وذلك اعتبارا من 2012 /11/1 حيث بلغت عدد الشركات المدرجة في السوق الأول 55 شركة و 149 شركة في السوق الثاني و 39 شركة في السوق الثالث، كما ارتفعت رؤوس أموال هذه الشركات المدرجة إلى نحو 7.7 مليار دينار سهم بنهاية 2012 مقارنة مع نحو 6.95 مليار دينار سهم، حيث قامت بورصة

¹ نفس المرجع السابق، ص ص: 29، 30.

² التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، ص: 28، عبر الموقع: www.ase.com.jo/ar/node/1652,24/3/2014, 13:32.

* وقد تم إقرار تطبيق تعليمات إدراج الأوراق المالية من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، وقد أدخلت هذه التعليمات مفاهيم جديدة ونظرة متقدمة راعت المعايير الدولية في إطار التقسيمات الأسواق ومتطلبات الإدراج وذلك من خلال توزيع الشركات المساهمة العامة على ثلاث أسواق وفقا لمعايير متعددة تشمل حقوق المساهمين و الأسهم الحرة للشركة والربحية، عدد المساهمين ورأس المال، كما تم إدخال بعض التعديلات على المعلومات التي تثبت من خلال الشريط المتحرك لأسعار الأسهم المتداولة حيث تم إضافة رقم أمام كل شركة يبين السوق الذي تدرج فيه أسهم الشركة وذلك للتسهيل على المتعاملين والمتابعين لمعرفة السوق المدرجة فيه تلك الشركة.

عمان بإدراج أسهم شركة واحدة وهي شركة سنيورة للصناعات الغذائية برأسمالها قدره 12.6 مليون دينار بتاريخ 2012/01/29 تحت رمز SNRW.

كما تم نقل إدراج 9 شركات من السوق الثاني إلى الأول و 25 شركة من السوق الأول إلى السوق الثاني¹. أما بالنسبة لسنة 2013م قامت بورصة عمان بإلغاء إدراج شركة واحدة واندمج شركة ليصبح عدد الشركات المدرجة بنهاية 2013م ما قدره 242 شركة مقارنة ب: 243 شركة في نهاية 2012م. من جهة أخرى وافقت هيئة الأوراق المالية خلال 2013 على الآتي:²

- _ رفع رأس مال إحدى عشر شركة مساهمة عامة من خلال الاكتتاب الخاص.
- _ تخفيض رأسمال ثماني شركات مساهمة عامة.
- _ رفع رأس مال اثنتا عشر شركة مساهمة عامة عن طريق الرّسمة.
- _ رفع رأس المال لشركتين (02) مساهمتين عامتين عن طريق الدمج مع شركات أخرى.

ويوضح الجدول الآتي الشركات التي تم إدراجها لسنة 2013.

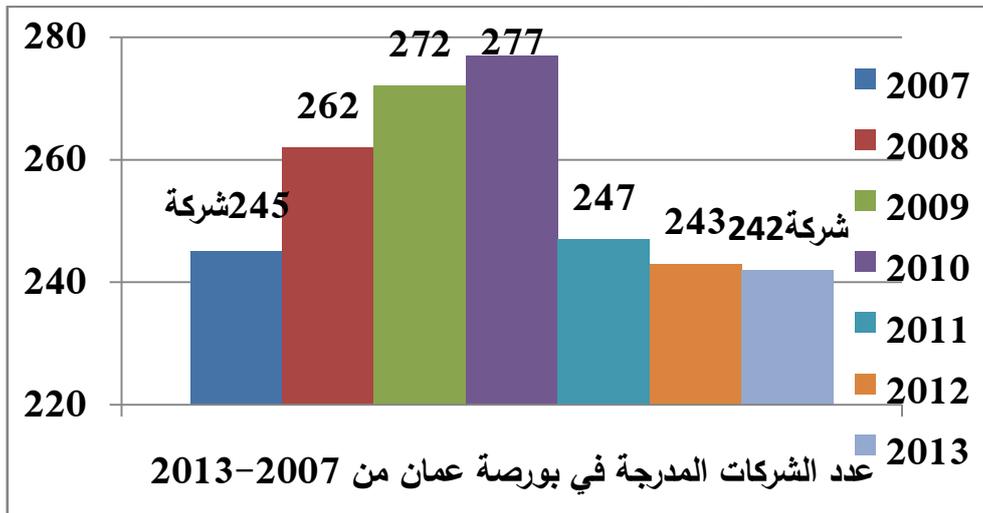
جدول (رقم:21): أسماء ورؤوس أموال الشركات الجديدة المدرجة في سنة 2013. الوحدة: مليون دينار أردني.

الرقم	اسم الشركة	الرمز	رأس المال	تاريخ الإدراج
1	سبأ لسكب المعادن	SHBA	770.000	2013/4/10
2	المجموعة المتحدة القابضة	UGHI	50.000 000	2013/11/25

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 26.

في حين يوضح الشكل الموالي عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من 2007 إلى 2013.

شكل (رقم:28): عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان من سنة 2007 إلى 2013.



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على التقارير السنوية لبورصة عمان (2008-2013م).

يوضح الشكل أعلاه تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان بدلالة السنوات، حيث يمكن تقسيم تلك السنوات إلى قسمين فئة تضم السنوات [2007-2010] والتي تشهد ارتفاعاً مستمراً في عدد الشركات المدرجة في

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، ص: 25، عبر الموقع: www.ase.com.jo/ar/node/1652.24/3/2014, 13:34.

² الحصاد السنوي لعام 2013، إعداد قسم الدراسات والأبحاث، المحفظة الوطنية للأوراق المالية، ص: 10-12.

البورصة وذلك بفعل استقرار البيئة السياسية في المملكة الهاشمية وكذا توفر عوامل عديدة في البورصة تشجع مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية على الدخول فيها من بينها التنظيم الذي تشهده البورصة والشفافية. في حين تشمل الفئة الثانية السنوات [2011-2013] والتي تشهد تراجعاً ملحوظاً في عدد الشركات المدرجة والذي يعود إلى تطبيق تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادرة بالإستناد إلى أحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 والمتعلق بمتطلبات إدراج الأوراق المالية وتقسيم الشركات المساهمة على ثلاث أسواق.

ثانياً: تنفيذ الصفقات

تم من خلال عام 2008 تنفيذ 570 صفقة خارج أوقات التداول على 85 شركة مدرجة في البورصة بإجمالي عدد أسهم وصل إلى 283 مليون سهم، وقد بلغ حجم هذه الصفقات 1.07 مليار دينار، والجدول التالي يبين أبرز هذه الصفقات¹ والتي تعكس اتساع قاعدة المستثمرين والمضاربين في السوق.

جدول (رقم:22): أهم الصفقات التي تمت خلال عام 2008م

اسم الشركة	معدل السعر (دينار)	عدد الأسهم (بالمليون)	حجم التداول "بالمليون دينار"
مناجم الفوسفات الأردنية	41.37	3.703	158.734
البنك العربي	21.34	8.266	130.921
مجمع الشرق الأوسط	2.61	39.195	99.98
المستثمرون العرب المتحدون	2.53	33.13	85.82
الشرق العربي للاستثمارات العقارية	11.5	5.72	65.777
التجمعات الاستثمارية المتخصصة	9.11	5.318	49.398

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2008، ص: 18.

في حين تم من خلال سنة 2010 تنفيذ 430 صفقة على 47 من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بإجمالي عدد أسهم وصل إلى 376 مليون سهم، وقد بلغ حجم هذه الصفقات 601.3 مليون دينار تقريباً، والجدول التالي يبين أبرز هذه الصفقات².

جدول (رقم:23): أبرز الصفقات عام 2010م.

إسم الشركة	معدل السعر (بالدينار)	عدد الصفقات	عدد الأسهم بالمليون	حجم التداول (مليون)
الأهلية للمشاريع	2.13	217	95.97	204.89
البنك العربي	10.95	5	9.24	101.14
بنك سوسي يتيه جنرال_الأردن	1.42	2	24.22	34.40
بنك الأردن	2.47	6	10.87	20.90

¹ الحصاد السنوي لسنة 2008، إعداد قسم البحوث والدراسات، المحفظة الوطنية للأوراق المالية، ص: 18.

² الحصاد السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، إعداد قسم البحوث والدراسات، المحفظة الوطنية للأوراق المالية، ص: 11.

20.90	26.05	27	0.80	مجمع الشرق الأوسط للصناعات
50.54	18.10	10	1.13	العربية الأردنية للتأمين

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية قسم البحوث والدراسات والحصاد السنوي لسنة 2010، مرجع سابق، ص: 11.

يبين الجدول السابق إستفراد الأهلية للمشاريع على أكثر من نصف الصفقات المنفردة خلال سنة 2010، فيما انقسمت باقي الصفقات بين: البنك العربي، بنك سوستيه جنيرال، بنك الأردن، مجمع الشرق الأوسط للصناعات والعربية الأردنية للتأمين وفق النسب الآتية: 1.16%، 0.47%، 1.40%، 6.28%، 2.80%، على الترتيب. فيما انخفض عدد هذه الصفقات بشكل رهيب سنة 2011 إلى نحو 49 صفقة على 18 من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بإجمالي عدد أسهم وصل إلى 72 مليون سهم، وقد بلغ حجم هذه الصفقات 87 مليون دينار تقريباً.¹

جدول (رقم:24): أبرز صفقات عام 2012.

اسم الشركة	معدل السعر	عدد الأسهم	حجم التداول (دينار)	عدد الصفقات
البنك العربي	9.14	2.697.645	24.645.810	04
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية الثقيلة	0.40	33.391.828	13.294.823	13
بنك الاتحاد	2.45	3.987.376	9.784.440	12
البنك الاستثماري	2.01	3.857.851	7.754.281	3
بنك المال الأردن	1.20	3.700.000	6.011.363	1
بنك الاستثمار العربي الأردني	1.50	3.700.000	5.550.000	1

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2011، ص: 18.

توزعت الصفقات المنفذة لسنة 2012 م بين قطاعي البنوك والصناعة بنسب 73.47% و 26.53% على الترتيب، حيث كانت نسب توزع الصفقات بين البنوك القطاع المالي بنسب متقاربة وأخذ بنك الاتحاد حصة الأسد منها بنسبة تفوق 24%، ويعود هذا الانخفاض في عدد الصفقات المنفذة إلى تبعات الأزمة العالمية على الاقتصاد الأردني. في حين حافظت سنة 2013 على نفس القدر من الصفقات المنفذة البالغة 48 صفقة بإجمالي عدد أسهم 133.4 مليون سهم وبإجمالي حجم تداول بلغ 601.71 مليون دينار، وقد حقق البنك العربي أعلى حجم تداول بقيمة 513.72 مليون دينار تمت من خلال ست (06) صفقات خلال العام وبعده صفقات بلغت 4 صفقات وبعده أسهم وصل إلى 31.25 مليون سهم وفي المركز الثالث جاء بنك الاتحاد بعدد 10 صفقات بحجم تداول بلغ 19.10 مليون دينار وعدد أسهم بلغ 12.04 مليون سهم.²

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2011، مرجع سابق، ص: 18.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 16.

ثالثاً: القيمة السوقية

ويكتمل هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة، حيث أن عدد الشركات المدرجة يتماشى مع القيمة السوقية ولمجموع الأسهم المتداولة في البورصة، ولأن سوق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات المصدرة من قبل الشركة والتي تحصل من خلالها (أي الشركة) على التمويل اللازم لتأسيسها وقيامها بنشاطاتها بعد التأسيس فعند تأسيسها تطرح الأسهم للاكتتاب وبعد التأسيس أيضاً تطرح الأسهم للتداول في السوق المالية وذلك لزيادة رأس مالها لأغراض النمو والتوسع في نشاطاتها كما وان الشركة تصدر على نفسها الأوراق المالية التي تمثل الدين وتتعهد بالسداد مع الفوائد في أوقات معينة وبذلك يتم نقل النقد من الشركة إلى السوق وبالعكس، وبما أن للحكومة وسياساتها المالية والنقدية وقراراتها أثراً كبيراً على الشركة وعلى السوق المالي فبالتالي لها تأثير كبير على قيمة الشركة وقراراتها التمويلية لان أي قرار تصدره الحكومة بزيادة الضرائب أو تقليلها أو أية أزمات قد تحصل للحكومة نتيجة أزمة أو ديون خارجية أو أية قرارات قد تتخذ من قبلها نتيجة لظروف استثنائية طارئة لها تأثير كبير على حجم التداول في السوق المالية والنشاط المالي وبالتالي على قيمة الأسهم.

حيث يعبر هذا المؤشر عن مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط أسعار إغلاقها في نهاية المدة، أي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علماً بأن هذه الظروف كثيراً ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية... الخ المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادلين الدولي والداخلي، إذ يعد المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق، فارتفاع المؤشر يدل على اتساع حجم السوق، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه أو في صورة ارتفاع للأسعار والذي يعكس اتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، حيث عرف هذا المؤشر انخفاضاً منذ بداية سنة 2008 بالرغم من ارتفاع عدد الأسهم المتداولة في البورصة، متأثراً بانخفاض القيمة السوقية لجميع القطاعات وخاصة البنوك، ويرجع سبب الانخفاض إلى ما شهده العالم من تداعيات الأزمة الاقتصادية والمالية التي مست الاقتصاد الأردني.

ويمكن توضيح التطور الذي لحق بمؤشر القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة الدراسة في الشكل البياني

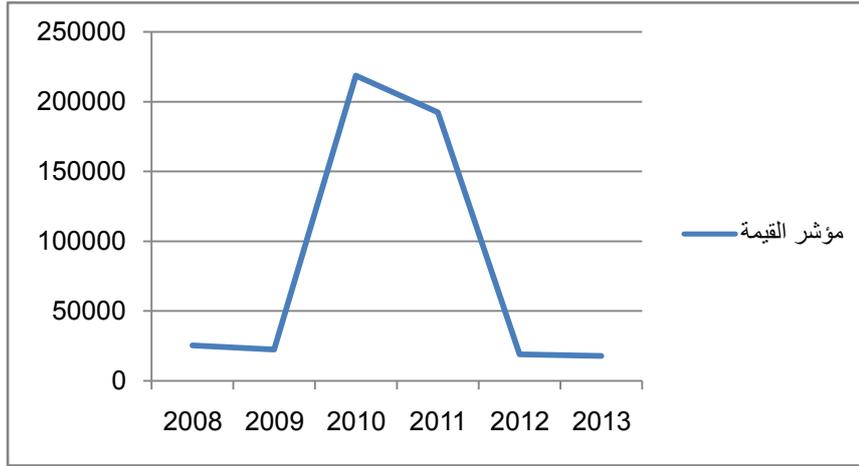
الآتي:

جدول (رقم:25): تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013) الوحدة: مليون دينار

2013	2012	2011	2010	2009	2008
17960.4	19141.5	192278.0	218582	22526.9	25406.3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية للسنوات (2008-2013).

شكل (رقم:30): تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013).



المصدر: تم إعداد هذا الشكل من قبل الطالبة بالاستناد إلى الجدول رقم 25.

جدول (رقم:26): ترتيب المستثمرين في بورصة عمان حسب المساهمة في القيمة السوقية خلال 2012م.

الوحدة: مليار دينار أردني.

الترتيب	الجنسية	المساهمات	النسبة	الأوراق المالية	%	القيمة السوقية	%
01	الأردنية	733.840	94.32	5.094.515.409	68.42	10.30022695201	52.56
02	السعودية	2.687	0.34	393.979.163	5.29	1.24821329914	6.37
03	الأمريكية	2.323	0.29	69.229.154	0.92	1.23553349167	6.30
04	الكويتية	3.208	0.41	277.186.554	3.72	1.11853658088	5.71
05	القطرية	402	0.05	147.912.269	1.98	883.221.86566	4.51
06	عربية مشتركة	5	0.0006	17.919.649	0.24	779.54832709	3.97
07	اللبنانية	1.392	0.17	223.106.711	2.99	731.07307723	3.73
08	الليبية	84	0.01	81.008.410	1.08	543.93085193	2.77
09	البحرينية	151	0.0194	373.826693	5.02	446.86022383	2.28
10	جزر القناة	5	0.0006	30.559.872	0.41	363.825.56492	1.85
11	أخرى	30.892	3.9704	677.954.929	9	1.684.950.030	8.59
	المجموع	778.015	100	7445820537	100	19595170166424	100

المصدر: بنك الأهلي، تقرير الأداء السنوي لبورصة عمان للعام 2012م، ص:13، عبر الموقع:

www.ase.com.jo/node/1652,24/03/2014, 13:45

من خلال الجدول، حصل المستثمرون من الجنسية السعودية على أكبر نسبة مساهمة بعد المستثمرين الأردنيين حيث بلغت القيمة السوقية لحاملي الجنسية السعودية غي الأوراق المالية حوالي 1.25 مليار دينار مشكلة 6.37% من الإجمالي تلقتها مساهمة المستثمرين الأمريكيين والتي بلغت 6.3 % من الإجمالي، فيما توزعت الحصص المتبقية على المستثمرين كويتيين وقطريين ولبنانيين وغيرهم، وعلى مستوى درجة التركيز أي الشركات التي تستحوذ على أكبر حصة في البورصة من حيث حركة وقيمة التداول، حيث توزع حجم التداول في سنة 2010 بين مختلف القطاعات المكونة لبورصة عمان "الخدمات، الصناعة، المالي" وهو إن دل على شيء فإنه يدل على عدم تركيز نشاط البورصة في قطاع معين أو قطاع جزئي تابع لقطاع ما لأن توزيع نشاط البورصة على أكبر عدد من الشركات المدرجة مؤشر على كفاءة السوق نتيجة التنوع في الاستثمار وبالتالي التقليل من درجة المخاطرة.

في حين تتضح درجة التركيز وبصورة عالية في سنة 2012 من خلال سيطرة القطاع المالي بصفة عامة والقطاع البنكي بصفة خاصة على 50% من حجم التداول الكلي، فيما توزعت النسبة المتبقية وينسب متساوية بين كل من قطاعي الصناعة والخدمات.

كل هذا وأكثر يتضح من خلال الجداول الآتية:

جدول (رقم:27): أكبر عشر شركات من حيث حركة التداول لسنة 2008 م.

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
مناجم الفوسفات الأردنية	2.268.630.118
مصفاة البترول الأردنية	2.085.105.996
البنك العربي	1.754.851.701
الكهرباء الأردنية	1.273.315.598
حديد الأردن	843.341.503
التجمعات الاستثمارية المتخصصة	640.236.596
مجمع الضليل الصناعي العقاري	587.279.966
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	566.079.774
المستثمرون العرب المتحدون	509.093.498
عالية-الخطوط الملكية الأردنية	436.134.815

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، مرجع سابق، ص: 82.

جدول (رقم:28): أكبر عشر شركات من حيث حركة التداول لسنة 2009.

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
التجمعات الاستثمارية المتخصصة	712.805.422
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	493.660880
البنك العربي	476.510.023
مجمع الضليل الصناعي العقاري	388.132.961
الأهلية للمشاريع	387.100.711
المستثمرون العرب المتحدون	349.520.501
مصفاة البترول الأردنية	349.944.938
العربية الألمانية للتأمين	337.541.791
الأردنية للتعمير القابضة	265.142.590
مناجم الفوسفات الأردنية	246.093.635

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2009، مرجع سابق، ص: 83.

جدول (رقم:29): أكبر عشر شركات من حيث حركة التداول لسنة 2010م

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
الأهلية للمشاريع	694.601.847
الأردنية للتعمير القابضة	623.503.678
المستثمرون العرب المتحدون	609.505.780
البنك العربي	370.527.745
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية الثقيلة.	269.973.124
أموال أنفست	180.556.556
عالية- الخطوط الجوية الملكية الأردنية.	176.854.220
العرب للتنمية العقارية	176.377.650
الأردنية للاستثمارات المتخصصة.	153.656.850
التجمعات الاستثمارية المتخصصة.	134.563.260

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، مرجع سابق، ص: 87.

جدول (رقم:30): أكبر عشر شركات من حيث حركة التداول لسنة 2011 م.

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
البنك العربي.	200,541,405
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية الثقيلة.	196,345,757
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان.	153,012,983
الاتحاد لتطوير الأراضي.	109,034,733
بنك الاتحاد.	102,500,336
مناجم الفوسفات الأردنية.	99,312,947
التجمعات الاستثمارية المتخصصة.	91,264,179
مصفاة البترول الأردنية.	87,490,275
عالية- الخطوط الجوية الملكية الأردنية.	87,418,430
الاتحاد للاستثمارات المالية.	79,799,370

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2011، مرجع سابق، ص: 77.

جدول (رقم:31): أكبر 10 شركات من حيث قيمة التداول لسنة 2012.

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
البنك العربي	167.056.305
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان.	128.898.016
الاتحاد لتطوير الأراضي	91.013.901
الاتحاد للاستثمارات المالية	88.205.975
الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	69.456.595
مصانع الاتحاد لصنع التبغ والسجائر	67.756.084
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	65.196.160
العبور للنقل والشحن	64.881.164
مصانع الخزف الأردنية.	56.266.329
مصفاة البترول الأردنية	50.794.425

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، مرجع سابق، ص: 74.

جدول (رقم:32): أكبر 10 شركات من حيث قيمة التداول لسنة 2013م.

اسم الشركة	حجم التداول بالدينار الأردني
البنك العربي	660.445.029
التجمعات لخدمات التغذية والإسكان	211.328.991
الاتحاد لتطوير الأراضي	136.070.181
الاتحاد للاستثمارات المالية	139.628.910
مجمع الضليل الصناعي العقاري.	116.783.140
أبعاد الأردن والإمارات للاستثمار التجاري.	94.333.401
الاتحاد لتطوير الأراضي.	74.328.765
بنك الاتحاد	66.457.119
الديرة للاستثمار والتطوير العقاري.	53.353.224
القاتحون العرب للاستثمار.	51.856.493

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 77.

رابعا: معدل الرسملة البورصية

شهد مؤشر الرسملة البورصية في بورصة عمان تراجعاً محسوساً منذ سنة 2008 ويفسر انخفاض هذا المؤشر بتراجع معدلات النمو الاقتصادي، ويعكس الجدول التالي تطور رسملة البورصة في الأردن للسنوات 2008-2013م .

جدول (رقم:33): رسملة البورصة في الأردن " 2008-2013 م" الوحدة: مليون دينار أردني.

2013	2012	2011	2010	2009	2008	
65950750	37210718	/	104000000	88100000	327000000	الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مختلف التقارير من شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية للسنوات 2008، 2010، 2011، 2012، 2013.

حيث وافقت هيئة الأوراق المالية ل 32 شركة برفع رأسمالها عن طريق رسملة أرباحها المدورة أو احتياطاتها عن طريق توزيع أسهم مجانية بلغت قيمتها 327 مليون دينار.

كما وافقت الهيئة ل: 21 شركة برفع رأسمالها عن طريق رسملة أرباحها المدورة عن طريق توزيع أسهم مجانية بلغت قيمتها 104 مليون دينار.

وشهدت سنة 2011 انعدام الرسملة عن طريق بورصة عمان للأوراق المالية.

وبالمقابل وافقت الهيئة خلال 2012 لثمانى شركات مساهمة عامة على رفع رأسمالها عن طريق الرسملة بما قيمته 37.2 مليون لترتفع بعدها إلى نحو 65 مليون سنة 2013.

ويمكن اعتبار التراجع المستمر المسجل في القيمة السوقية لأسهم بورصة عمان نتيجة تصحيح الأسعار الذي لجأت إليه السلطات في هذا البلد نتيجة للارتفاع المسجل في مؤشرات السوق قبل العام 2008.

وعلى صعيد توزيع حصص الرسملة بين قطاعات بورصة عمان نلاحظ هيمنة القطاع المالي على الغالبية العظمى منها في سنة 2008، حيث تمثل هذه الحصة حوالي 90% بينما ينفرد القطاع الصناعي بالنسبة المتبقية منها.

في حين شهد العام 2012 تراجع معتبر في مساهمة القطاع البنكي لتصل إلى 3.2% بينما مثلت حصة القطاع المالي حوالي 68.3% من المجموع الكلي للرسملة لتتخفف هذه النسبة (65.3%) إلى النصف تقريبا لتمثل بهذا حصة القطاع البنكي من معدل الرسملة البورصة لسنة 2013 م في حين توزعت النسبة المتبقية بين قطاعي الصناعة والخدمات.

من جهة أخرى شهدت معدلات الناتج المحلي الإجمالي نمو معتبر طيلة الفترة محل الدراسة بفضل زيادة الطلب على صادراتها، وذلك رغم بعض الصعوبات المتمثلة في انتهاء فترة انتعاش قطاع والبناء والتشييد وتباطؤ نمو تدفقات الاستثمار الأجنبي في الأردن، ويوضح الجدول الموالي معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في البورصة.

جدول (رقم:34): الناتج المحلي الإجمالي في الأردن (2008-2013). الوحدة: مليار دينار أردني.

2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنة
25.2	23.1	20.5	18.8	16.9	15.6	الناتج المحلي الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة وذلك اعتمادا على:

- _ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، دراسات الحسابات القومية للمنظمة العربية، النشرة 32 نيويورك 2012، ص: 46.
- _ حسام، عايش، مقال بعنوان: عجز الموازنة والديون والاندفاعات الأجنبية: أبرز تحديات الاقتصاد الأردني ، ندوة الدستور، المنعقدة يوم الأربعاء 14-12-2011م، المعروضة على الموقع:

www.adduston.com/1633/.04/04/2014, 15:20

ويربط مؤشر رسملة البورصة بالناتج المحلي الإجمالي في الأردن فإن وزن بورصة عمان للأوراق المالية في

الاقتصاد الأردني سجل تذبذبات طيلة فترة الدراسة ولم يستقر على منحى واحد حيث سجلت أعلى نسبة له سنة 2010 بمقدار 55.32%، في حين سجلت أدنى نسبة لها لسنة 2009 بمعدل 5.21% لتتعدم في 2011 مثلما يوضحه الجدول الموالي:

جدول (رقم 35): نسبة الرسملة البورصية إلى الناتج المحلي الإجمالي. الوحدة: (%)

السنة	الرسملة البورصية(مليار دولار)	الناتج المحلي الإجمالي(مليار دولار)	رسملة البورصة /الناتج المحلي الإجمالي
2008	32.7	15.6	20.96
2009	88.1	16.9	5.21
2010	10.4	18.8	55.32
2011	/	20.5	0
2012	37.2	23.1	18.15
2013	65.9	25.2	26.19

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معلومات الجدولين رقم 33 و 34.

ويعود هذا التدهور إلى عدم التوافق بين معدلات النمو، فيما تستمر رسملة البورصة في الانخفاض، وبما أن مؤشر الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئة لرؤوس الأموال الضرورية للاستثمار، وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، ويعكس انخفاض هذا المؤشر مدى اعتماد الأردن على التمويل عن طريق القروض بدل اللجوء لإصدار الأوراق المالية لذا بات من الضروري قيام السلطات المختصة في بورصة عمان السعي إلى زيادة معدلات الرسملة البورصية من خلال تسهيل عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق:

يقصد بسيولة السوق إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسرعة وسهولة، وكلما كان سوق رأس المال يتمتع بالسيولة كلما دل ذلك على كفاءته، وعليه ومن أجل قياس كفاءة السوق يمكن حساب معدل دوران السهم (قيمة التداول/ رأس المال السوقي).

أولاً: حجم التداول:

يقيس حجم التداول، حجم ومستوى الأسهم أو السلع التي تم تداولها في فترة زمنية ، وعادة يقاس: بحجم وعدد الوحدات "الأسهم أو وحدات السلع" التي تم تداولها في فترة زمنية محددة سواء كانت يوماً أو أسبوعاً أو شهراً أو غير ذلك، ويمكن أن يقاس حجم التداول لبعض السلع أو الأسهم بقيمة التداول على هذه السلعة أو هذا السهم خلال فترة معينة يوماً أو أسبوعاً أو شهراً أو غير ذلك.

جدول (رقم:36): قيمة التداول في بورصة عمان "2008-2013م". الوحدة: مليار دينار أردني.

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قيمة التداول	20.3	9.7	6.7	2.9	2	3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات المستقاة من الحصاد السنوي لمختلف السنوات (2008-2013).

أنهت بورصة عمان تداولات 2007م بحجم تداول إجمالي وصل إلى 8.6 مليار دينار أردني، إحتل القطاع المالي الرتبة الأولى بنسبة 69.3% من حجم التداول الإجمالي، ثم جاء قطاع الصناعة في المرتبة الثانية بنسبة 16.3% وأخيرا جاء قطاع الخدمات بنسبة 14.4%¹.

في حين ارتفع هذا الحجم ليصل إلى 20.3 مليار دينار سنة 2008 بارتفاع نسبة 136% ويعود هذا التحسن في حجم التداول إلى الاستقرار السياسي والأمني من جهة ومن جهة مخالفة رغبة المستثمرين في بناء مراكز مالية نتيجة استغلال هبوط أسعار أسهم الشركات لمستويات مشجعة.

غير أن استمرار تأثر الأسواق العربية والدولية بالأزمة العالمية يجعل من عامل نقص السيولة يأتي في مقدمة أسباب تراجع أداء البورصة حيث انخفض حجم التداول من 20.3 مليار دينار سنة 2008 إلى 9.7 مليار دينار أي بنسبة انخفاض قدرت ب 52% واستمر هذا المعدل في الانخفاض كمحصلة لآثار الأزمة العالمية على الأداء عبر مختلف السنوات المتبقية.

ويمكن إدراج النسب المالية السابقة لمختلف القطاعات من خلال الجدول التالي:

جدول (رقم:37): قيمة التداول القطاعية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2013 م. الوحدة: مليار دينار أردني.

المجموع	الصناعة	الخدمات	المالي	
12.348.101.910	1.910.874.879	1.657.992.661	8.779.234.370	2007
20.318.014.551	5.256.835.871	5.422.241.866	9.638.936.814	2008
9.665.312.327	1.270.692.520	2.030.846.061	6.363.773.746	2009
6.689.987.155	771.220.968	1.744.663.490	4.174.112.697	2010
2.850.525.629	516.894.934	576.006.319	1.757.351.376	2011
1.978.813.879	385.377.323	403.893.684	1.189.542.872	2012
/	/	/	/	*2013

* عدم توفر البيانات من قبل الجهات المختصة (هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان وشركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية).

المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، مرجع سابق، ص: 73، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الاطلاع الآتيين: www.ase.com.jo/node/1652, 24/03/2014, 13:34

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القطاع المالي يستحوذ على أعلى نسبة من حيث مشاركته في حجم التداول قطاعيا إذ تفوق نسبتها في أغلب السنوات 50%، فيما تتوزع النسبة المتبقية بين قطاعي الخدمات والصناعة، حيث يحلّ قطاع الخدمات ثانيا وأخيرا قطاع الصناعة باستثناء سنة 2007 التي كللت بتفوق قطاع الصناعة على قطاع الخدمات بفارق 0.25 دينار.

ويربط مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام نجد أن تراجع هذه القيمة من سنة أخرى كان له بالغ الأثر في التأثير على نسبة قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام بالتراجع مثلما يوضحه الجدول الموالي.

¹ تقرير اقتصادي بعنوان: بورصة عمان تنهي تداولات 2007 على ارتفاع وتبدأ عام 2008 الأربعة، على الموقع:

www.arabic.xinhuanet.com/arabic/2007-12/31/content-552802.htm, 11/4/2014, 14:30.

جدول (رقم:38): مؤشر التداول إلى الناتج المحلي الخام

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013
النسبة	1.3	0.57	0.36	0.14	0.09	0.12

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج كل من الناتج المحلي الخام وقيمة التداول.

إن تراجع قيمة هذا المؤشر تعود بشكل رئيسي إلى تراجع قيمة التداول من سنة إلى أخرى، حيث حققت بورصة عمان أعلى نسبتها في سنة 2008 بمعدل 1.3 لتبدأ بعدها في سلسلة التراجعات بمعدلات طفيفة، إلا أن هذا المؤشر يبقى بعيدا كل البعد عما حققته البلدان الناشئة.

ثانيا: مؤشر معدل دوران السهم:

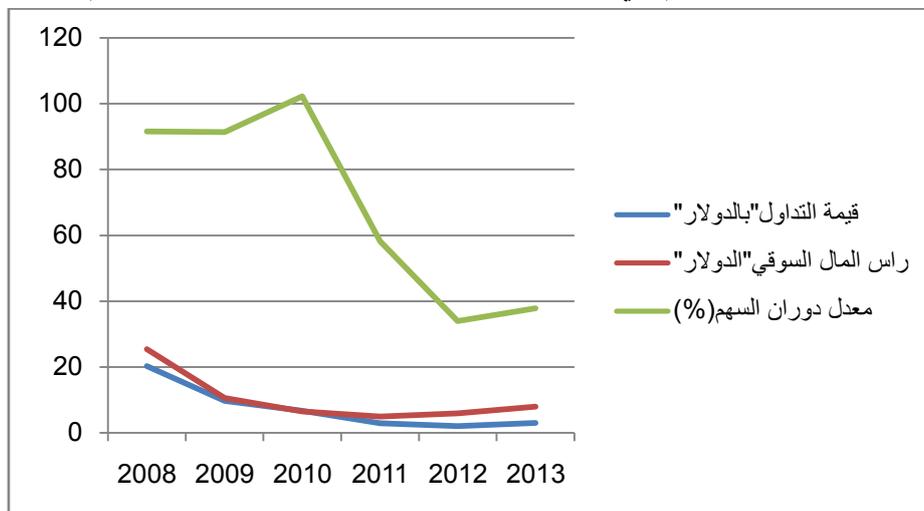
يمكن حساب هذا المعدل بقسمة قيمة التداول على رأس المال السوقي "رسملة البورصة" ويتبع هذا المؤشر في بورصة عمان نلاحظ ارتفاعا ملحوظا في تغيره، نتيجة لانخفاض تكاليف الصفقات، وتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال، فهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاط البورصة ويكون هذا المؤشر مهم جدا خاصة إذا ما تم ربطه بمؤشرات قطاعية، ويوضح الجدول التالي تطور معدلات هذا المؤشر.

جدول (رقم:39): معدل الدوران في بورصة عمان.

السنة	قيمة التداول	رأس المال السوقي	معدل دوران السهم (%)
2008	20.3	25.4	91.5
2009	9.7	10.62	91.3
2010	6.7	6.56	102.2
2011	2.9	4.98	58.2
2012	2	5.90	33.9
2013	3	7.94	37.8

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات المستقاة من الجدول رقم:21.

شكل (رقم:31): تطور معدل دوران السهم في بورصة عمان خلال الفترة "2000-2013 م".



المصدر: من إعداد الطالبة بالاستناد إلى الجدول رقم:21.

يمكن تقسيم المنحنى السابق إلى خمس مجالات هي: [2006-2000]، [2009-2007]، [2010]، [2011-2011]، [2012]، فبالنسبة للمجال الأول نلاحظ أن المنحنى كان تصاعدياً، حيث ارتفع من 16.35% سنة 2001 إلى 91.5 سنة 2008 وقد سجل أعلى ارتفاع سنة 2006 حيث قدر معدل السهم 101.1% وهذا يدل على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة بما ينعكس على سيولة السوق أي أن زيادة هذه الأخيرة تؤدي إلى زيادة كفاءته. في حين حافظت السنوات من 2007 إلى 2009 على نفس المعدل تقريبا، ليرتفع بنسبة فاقت 100% وهو يمثل المجال الثالث للتساوي النسبي بين قيمة والتداول ومعدل الرسملة البورصة لسنة 2010. ليشهد هذا المعدل بعد هذه النقطة لانخفاضات متتالية خلال سنتي 2011 و 2012 بنسبة مئوية فاقت 44% سنة 2011، فتراجع عدد العقود المنفردة بنسبة 26.04% تقريبا خلال عام 2012 م في الوقت الذي ترتجع فيه عدد الأسهم المتداولة بنسبة 41.46% خلال نفس الفترة والذي انعكس بدوره على معدل دوران السهم الذي انخفض إلى 33.9% خلال العام لهذا العام مقابل 58.2% خلال عام 2011م.

ليعاود الارتفاع مجدداً في سنة 2013 كنتيجة منطقية للارتفاع الذي شهده رأس المال السوقي.

ويمثل الجدول الموالي نسبة المساهمة القطاعية في مؤشر معدل دوران السهم:

جدول (رقم: 40): مساهمة القطاعات في معدل دوران الأسهم المدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة بين (2008-

الوحدة: نسبة مئوية

(2013م)

القطاع	القطاع المالي	قطاع الخدمات	قطاع الصناعة	السنة
2008	89.1	101.2	87.4	
2009	10.37	115.1	47.1	
2010	117.6	79.7	76.7	
2011	59.6	46.4	68.5	
2012	35.4	28.6	34.4	
2013	/	/	/	

المصدر: تم إعداده بالاعتماد على المعلومات المستقاة من التقارير السنوية للسنوات (2008-2012) لبورصة عمان.

* عدم توافر البيانات الخاصة بسنة 2013 من قبل الجهات المختصة، ممثلة في:

هيئة الأوراق المالية، شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، بورصة عمان.

من ملاحظة الجدول أعلاه يتضح وجود تفاوتاً للمساهمة القطاعية في معدل دوران السهم بين مختلف السنوات فمثلاً في سنة 2008 استطاع قطاع الخدمات أن يعتلي نسبة المساهمة في المؤشر بنسبة فاقت 100% وقدرت ب 101.2%، في حين نجد أن الغلبة كانت للقطاع المالي وذلك في سنة 2010، وكانت الأسبقية للقطاع الصناعي عن باقي القطاعات في بناء هذا المؤشر في سنة 2011م.

وتوضّح الجداول التالية التغيير الذي شهده معدل دوران السهم بين سنتي 2008 و 2009م:

جدول (رقم: 41): يبين دوران الأسهم المتداولة الأعلى خمس شركات في الربع الأول 2009 مقارنة بالربع الرابع 2008
الوحدة: بالمليون دينار أردني.

الاسم المختصر	رأس المال Q12009	عدد الأسهم المتداولة 2009 Q1	حجم التداول 2009 Q1	معدل دوران السهم (مرة) Q12009	معدل دوران السهم (مرة) Q4 2009	عدد الأسهم المتداولة Q42009	حجم التداول 2009 Q4
التجمعات للتغذية	10	96.3	204	9.63	2.31	23.1	62.4
مجمع الضليل الصناعي	21	172	220	8.19	1.91	40	46.3
عربية أمانية للتأمين	10.4	54.5	193	5.24	1.34	13.9	53.8
المتكاملة للمشاريع المتعددة	4.2	22	55.8	5.15	1.39	5.9	14.9
الأمّل للاستثمارات	15	59.7	102.8	3.98	1.72	25.8	43

المصدر: قسم الدراسات والأبحاث، سلوك بورصة عمان في ظل أهم المؤشرات المالية لسنة 2009، ص: 3.

جدول (رقم: 42): يبين معدل دوران الأسهم المتداولة لأعلى خمس شركات في الربع الثاني 2009 مقارنة بالربع الأول 2009
الوحدة: مليون دينار أردني.

الاسم المختصر	رأس المال 2009 Q2	عدد الأسهم المتداولة 2009 Q2	حجم التداول 2009 Q2	معدل دوران السهم (مرة) Q22009	معدل دوران السهم (مرة) Q1 2008	عدد الأسهم المتداولة Q12008	حجم التداول 2008 Q1
التجمعات للتغذية	10	79.5	203	7.95	9.63	96.3	204
داركم للتمويل	10	48.05	90.7	4.81	0.74	7.43	5.14
ميثاق	15	65.6	93.1	4.37	2.48	32.2	35.5
المتكاملة للمشاريع	4.25	18.5	53.2	4.35	5.2	21.9	55.8
تهامة للاستثمارات	9	27.6	32.2	3.07	0.04	0.40	0.56

المصدر: قسم الدراسات والأبحاث، سلوك بورصة عمان في ظل أهم المؤشرات المالية لسنة 2009، ص: 3.

• تحليل الجدولين السابقين:

الجدول 1:

غالبًا ما تعتمد قرارات المستثمرين في بورصة عمان على ثلاث عوامل رئيسية خلال فترة الربع الأول من هذا

العام وهي:¹

1_ صافي الأرباح المتوقعة وحصة السهم الواحد من الأرباح.

¹ قسم الدراسات والبحوث، سلوك بورصة عمان في ظل أهم المؤشرات المالية، ص: 3.

2_ خطورة الورقة المالية نفسها.

3_ مستوى نوعية المستثمرين الذين يتجنبون المخاطر والذين يطلبون ثمنا أعلى مقابل زيادة الخطورة.

تعبّر النسبة السابقة (معدل الدوران) عن مدى سيولة السهم من خلال سرعة تداوله، ويلاحظ من خلال النظر إلى أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية الربع الأول من عام 2009م أن الشركات التي كانت تتمتع بأعلى نسبة هي الشركات التي امتازت بالمضاربة وارتفاع أحجام تداولها وإقبال كل من صغار وكبار المستثمرين، بعكس أدائها في الربع الرابع من 2008 والتي اتسمت بمعدل تداول منخفض نسبياً عما هي عليه في الربع الأول من سنة 2009م.

وكانت شركة التجمعات للتغذية والإسكان من أبرز هذه الشركات حيث بلغ معدل دوران أسهمها 9.63 مرة مقارنة بـ 2.31 مرة نهاية عام 2008 على الرغم من تحقيق الشركة صافي خسائر بلغت 0.5 مليون دينار نهاية 2008، حيث بلغ حجم التداول للشركة في الربع الأول من 2009 حوالي 204 مليون دينار مقابل 62.4 مليون دينار نهاية 2008م.

بالإضافة إلى ذلك فقد بلغت نسبة حجم التداول لأول خمس شركات الأكثر ارتفاعاً من حيث معدل الدوران للسهم بالنسبة إلى حجم التداول الإجمالي لبورصة عمان خلال الربع الأول من عام 2009 ما مقداره 30%، وقد حققت أيضاً

ما نسبته 66% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان.¹

• الجدول 2:

بالنظر إلى أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية الربع الثاني من عام 2009م أن الشركات التي كانت تتمتع بأعلى نسبة هي الشركات التي امتازت بالمضاربة وارتفاع أحجام تداولها وإقبال كل من صغار وكبار المستثمرين، بعكس أدائها في الربع الأول من نفس العام والتي اتصفت بمعدل تداول منخفض نسبياً عما هي عليه في الربع الثاني ما عدا شركة التجمعات للتغذية التي بقيت متصدرة لأعلى معدل دوران السهم في الربعين الأول والثاني وقد بلغ معدل دوران السهم 7.95 مرة مقارنة 9.63 مرة نهاية الربع الأول بانخفاض نسبته 21% على الرغم من تحقيق الشركة صافي أرباح نصف سنوية بلغت 34.7 ألف دينار مقارنة مع 84.1 ألف دينار لنفس الفترة من العام الماضي حيث بلغ حجم التداول للشركة في الربع الثاني حوالي 203 مليون دينار مقابل 204 مليون دينار نهاية الربع الأول، مع الإشارة إلى ارتفاع معدل دوران أسهم شركات قطاع العقار مثل شركة ميثاق التي ارتفع معدل دوران سهمها إلى 4.37 مرة مرتفعة بنسبة 76% حيث حققت الشركة صافي أرباح نصف سنوية مقدارها 458.4 ألف دينار مقارنة بالخسائر مقدارها 212 ألف دينار لنفس الفترة من عام 2008م وذلك بعد أن قامت ببيع الوحدات السكنية ضمن المشاريع التي إقامتها وسلمتها لمشتريها، مما رفع صافي أرباح الشركة وإيراداتها، بالإضافة إلى ذلك فقد بلغت نسبة حجم التداول لأول خمس شركات الأكثر ارتفاعاً من حيث معدل دوران السهم بالنسبة إلى حجم التداول الإجمالي

¹ نفس المرجع السابق، ص: 4.

لبورصة عمان خلال الربع الثاني من عام 2009 ما مقداره 15.2% وقد حققت أيضا ما نسبته 14.2% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في بورصة عمان.¹

ثالثا: تقييم أداء الشركات المدرجة.

يقدم تحليل النتائج السنوية لبورصة عمان أن أغلبية الشركات المدرجة في البورصة لم تكن مسيرتها موفقة خلال السنوات محل الدراسة، والتي فاقت نسبتها 501% من مجموع الشركات المدرجة باستثناء سنتي 2009 و 2013 م حيث تجاوزت نسبة الشركات الخاسرة 36% من مجموع الشركات لسنة 2009 ولم تتجاوز نسبتها 40% سنة 2013، فيما حافظت 19 شركة من مجموع الشركات على نفس المستوى بمعدل شركة واحدة في سنة 2008، ثلاث شركات سنة 2010، أربع شركات سنة 2011 و 11 شركة عام 2013م.

وبالمقابل حققت 157 شركة نتائج ايجابية باستثناء 91 شركة تكبدت خسائر إضافية من مجموع 158 شركة مدرجة في البورصة لسنة 2009.

نفس الشيء بالنسبة لسنة 2013 حيث حققت أغلب الشركات نتائج مالية جيدة بمعدل 126 شركة مقابل 85 شركة خاسرة، فالنتائج الجيدة تعود إلى تحسين الأوضاع الاقتصادية والمؤشرات، أما الشركات الخاسرة فألقت باللوم على ارتفاع كلف الإنتاج مثل الكهرباء والمحروقات وتراجع النشاط الاقتصادي وتقلب الأسواق العالمية كما لا ننسى الإضرابات العمالية التي تكون سببا مباشرا في تراجع الإنتاج وبالتالي تدخل بطريقة أو بأخرى في تقييم الأداء.

ومن الجدير ذكره أنه لم يتم التداول على 30 شركة خلال عام 2008 م من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية و معظم هذه الشركات تمت تصفيتها أو تحت التصفية ومنها القائمة ولكنها موقوفة عن التداول وفقا للمادة رقم 12 من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان بالاستناد إلى القانون رقم 72 من قانون الأوراق المالية لسنة 2008.²

كما منيت شركة الاسمنت الأردنية بخسائر ولأول مرة في عام 2011 نتيجة المنافسة القوية التي تواجهها بإقامة عدة مصانع في السوق المحلي من جهة وارتفاع الكلف التشغيلية وخاصة مادة الكلنكر والتي تعتبر من المواد الخام الرئيسية المستخدمة في صناعة الاسمنت وارتفعت أسعار الوقود، وقد انخفض سهم شركة الفوسفات والذي يعتبر من الأسهم القيادية في السوق بشكل عام وقطاع الصناعة بشكل خاص من 16.93 دينار نهاية 2010 إلى 12.74 دينار نهاية.³

كما حقق البنك العربي انخفاضا سنة 2012 بنسبة 7.6% والذي يتمتع بأكبر قيمة سوقية من بين البنوك المدرجة ليغلق عند مستوى 7.25 دينار مقارنة مع 7.85 دينار بنهاية 2011، وكان هذا الهبوط نتيجة للتحديات التي يواجهها بنك العربي خلال هذا العام منها استقالة رئيس مجلس إدارته السابق عبد الحميد شومان وابنته من عضوية

¹ قسم الدراسات والبحوث، سلوك بورصة عمان في ظل أهم المؤشرات المالية، ص:4.

² قسم البحوث والدراسات مرجع سابق، ص ص: 18، 19.

³ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2011، مرجع سابق، ص:15.

مجلس الإدارة إضافة إلى كسب البنك الدعوى المقامة ضده من قبل المدعي ماتي جيل المرافق السابق لوزير الأمن القومي الإسرائيلي في عام 2008.¹

ويلخص الجدول الموالي وضعية الشركة حسب القطاع المنتمية إليه.

جدول (رقم:43): مساهمة القطاعات في أداء الشركات المدرجة في بورصة عمان (2008-2013).

الشركات التي حافظت على نفس المستوى	الشركات الخاسرة			الشركات الربحية			الشركات
	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	القطاع المالي	قطاع الصناعة	قطاع الخدمات	القطاع المالي	السنوات
01	53	37	84	16	17	24	2008
/	/	/	/	/	/	/	2009
03	44	37	79	23	19	31	2010
4	45	39	82	21	15	27	2011
/	34	36	65	33	18	36	2012
11	28	22	35	35	28	63	2013

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعلومات المقدمة من الحصاد السنوي لبورصة عمان للسنوات (2008-2013).

من خلال الجدول نجد أن معظم الشركات الربحية تنتمي إلى القطاع المالي والذي يضم كل من: البنوك،

الخدمات المالية المتنوعة، التأمين، العقارات.

نفس الشيء بالنسبة للشركات التي لم تحقق نصيباً طيباً تتدرج أيضاً ضمن نفس القطاعات التي يحكمها سلوك القطيع، إضافة إلى تخوف المستثمرين المحليين والأجانب وهو ما تطلب تدخل الدولة من خلال إتباع سياسات تهدف إلى إعادة إنعاش السوق المالية و كبح تراجع مؤشر البورصة من خلال: تخفيض معدل الفائدة، ضمان الديون، وتوفير السيولة عن طريق صناديق الثروة السيادية.

المطلب الثالث: مؤشر بورصة عمان

في إطار وضع قيمة عددية تساعد المستثمرين في فهم حركة أسعار الأسهم داخل بورصة عمان، تم اقتراح

إدراج مؤشر Dow - Jones ASE 100 ليفي بالغرض المطلوب ويقدم صورة كافية عن تحركات أسعار البورصة بطريقة حرة استناداً إلى قانون العرض والطلب.

ففي فبراير 2008 تم إطلاق مؤشر جديد لبورصة عمان بالمملكة الأردنية تحت اسم Dow-JonesASE100

يحتوي على عدد أكبر من الأسهم وهو 100 سهم مسجلة في بورصة عمان على أساس حجم التداول بالسوق، وقد

صمم مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 لتلبية الطلب على الأدوات المالية المبنية على المؤشرات في بورصة

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2012، مرجع سابق، ص:15، 16.

عمان، ليحل المؤشر العام الحالي ASE والذي يقيس أداء البورصة ومن المتوقع أن يزيد مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 من شفافية ووضوح أداء بورصة عمان بالنسبة للمتعاملين على المستويات المحلية والإقليمية والدولية، من خلال تطبيق منهجية مؤشرات داو جونز المعروفة والمستخدمه على نطاق واسع، ويشتمل نطاق مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 على جميع الشركات المحلية والمدرجة في بورصة عمان، فيما يتم إستثناء الشركات التي تشكل أقل من 1% من القيمة الاسمية الإجمالية للبورصة، والشركات التي لا تزيد نسبة أيام تداولها عن 33.33% من أيام التداول الكلية في كل ربع.

ويتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، وحدد وزن مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 بالقيمة السوقية للأسهم الحرة بينما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر وبناء على ذلك فإن كأكبر خمس شركات من حيث القيمة السوقية للأسهم الحرة: البنك العربي، بنك الإسكان للتجارة والتمويل، الكهرباء الأردنية، الأردنية للتعمير، المساهمة العامة القابضة والمستثمرون العرب المتحدون.

وتتم مراجعة مؤشر داو جونز بورصة عمان 100، الذي يحسب بالدولار الأمريكي والدينار الأردني دوريا في آذار وحزيران وأيلول وكانون الأول، أما الأسهم التي تحذف من المؤشر خلال الفترة الفاصلة من المراجعة الفصلية فسيتم استبدالها في تاريخ المراجعة التالي¹.

وأصدرت بورصة عمان أول مؤشر بتاريخ 1/1/1980 تكون من 38 شركة مدرجة، وفي 1/1/1992 قامت بورصة عمان بالتعاون مع مؤسسة التمويل (I F C) بمراجعته وتعديله ليصبح الرقم القياسي الغير المرجح بالقيمة السوقية.

ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية بغية زيادة قدرتها على عكس أداء السوق، قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيلا أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالمية. حيث يتم احتساب هذا الرقم من خلال الترجيح بالقيمة السوقية للسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة وهذا الأسلوب معتمد من قبل العديد من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندراند بورز FTSE Group وشركتي داوجونز وستوكس.

وقد تم تطبيق معايير شركة داوجونز في اختيار عينة الشركات التي يتم احتساب هذا الرقم على أساسها ويشتمل نطاق المؤشر على جميع الشركات المحلية والمدرجة في البورصة فيما يتم إنشاء الشركات التي تمثل بمجموعها من 1% من القيمة السوقية الإجمالية للبورصة والشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد ويحدد وزن المؤشر بالقيمة السوقية للأسهم الحرة فيما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد

¹ عبد القادر السيد متولي، مرجع سابق، ص ص: 200، 201.

أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي كما في نهاية العام 1999.

ويتميز هذا الرقم بأنه يعكس بشكل أفضل تحركات أسعار الأسهم في السوق، كذلك فإنه يخفف من تأثير الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة إضافة إلى ذلك فإنه يعطي فرصة أكبر للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته.

ويتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر سعر إغلاق متوفر للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عند التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات. ويتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد أثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية للتغيرات في أسعار الأسهم فقط.¹

وبالنسبة لعدد الشركات المدرجة في المؤشر (المكونة لمؤشر بورصة عمان) فقد كانت ثابتة خلال سبع (07) سنوات (1994-2000) ب: 60 شركة، ثم ارتفع إلى 70 شركة خلال فترة ست (06) سنوات (2001-2006) ليصل إلى 100 شركة من سنة 2007 إلى 2010 م.²

وبدأت بورصة عمان ابتداءً من جانفي 2013 باحتساب أرقام جديدة خاصة بكل سوق من أسواق الأسهم الثلاثة التي تم توزيع الشركات المدرجة في البورصة عليها بموجب تعليمات إدراج جديدة، حيث بدأ العمل بالنقسيمة الجديد اعتباراً من 2012/11/1م، وقيام البورصة بنشر قيم الإغلاق لهذه المؤشرات بعد انتهاء جلسة التداول من خلال نشرات التداول الصادرة عن البورصة التي يتم نشرها على موقع البورصة الإلكتروني www.exchange.go، كما يتم نشر هذه الأرقام من خلال البيانات الإحصائية التي تقوم بها البورصة بإعدادها ونشرها على موقعها الإلكتروني. كما أن آلية احتساب الأرقام القياسية الجديدة ستعتمد المنهجية في احتساب الأرقام القياسية على القيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول مع العلم بأنه تم وضع سقف لتأثير أي شركة على تحركات الرقم القياسي بحيث لا تتجاوز الـ 10 % إضافة إلى اعتماد معايير القيمة السوقية للشركات ونشاطها لاختيار عينة الشركات المشغولة في احتساب الرقم القياسي، وهي نفس المنهجية المتبعة حالياً من قبل البورصة في احتساب الرقم القياسي العام والأرقام القياسية القطاعية، والمتابعة أيضاً من قبل شركة ستاندرد آند بورز وداو جونز في حساب الرقم القياسي لبورصة عمان وسيتم اعتماد إغلاق العام 2012 م كسنة أساس وبقية أساس (1000) نقطة للأرقام القياسية الثلاثة.³

¹ www.ase.com.jor/ar/node/820_15/04/2014.10:30

² ريمة العمري، منى ممدوح، زياد زريقات، اختيار عملي لأداء إستراتيجية Dow 10 للاستثمار في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد 3، جامعة الأردن، 2012، ص ص: 434-464.

³ http://194.165.154.74/en/node/2522_16/3/2014_15:30

وبمتابعة أداء مؤشر البورصة خلال سنوات الدراسة، نجد أن بورصة عمان افتتحت عام 2008 على ارتفاع مقارنة بسنة 2007، حيث فتح المؤشر في أول يوم تداول عند مستوى 3764.34 نقطة وأغلق في نهاية العام عند مستويات 2758 نقطة بانخفاض بلغ 26.7% .

ويلاحظ خلال سنة 2007 أن أعلى نقطة وصل إليها المؤشر هي 5091.89 نقطة في حزيران بأعلى حجم تداول بلغ أكثر من 220 مليون دينار وانخفض في النصف الثاني ليسجل 2521.20 نقطة في تشرين الثاني بانخفاض نسبته 50.5% عن أعلى قيمة وصل إليها المؤشر.

في حين أهم ما يميز عام 2008م هو ارتفاع درجة التذبذب في حركة المؤشر خصوصاً في حركة هبوط إلى أدنى مستوياته نظراً للأحداث التي شهدتها النصف الثاني من العام وصاحب ذلك عدة حواجز دعم ومقاومة جعلت المستثمرون يقبلون بالشراء وجني الأرباح عليها أهمها: 4518، 4033، 3740، 34.22، 3000، 2520 نقطة.¹ في حين أغلق المؤشر العام للبورصة سنة 2009 عند مستوى 2533.5 نقطة واستمر بالارتفاع حتى منتصف شهر جانفي 2010 ليصل إلى مستوى 2597 نقطة بنسبة ارتفاع مقدارها: 2.5%، وليبدأ بعدها مرحلة ارتدادية للأسفل تخللها إفصاح الشركات عند النتائج الأولية عن عام 2009 والتي جاء معظمها دون التوقعات، ولينتهي المؤشر مرحلته الهبوطية الأولى خلال العام المنصرم عند مستوى 2396 نقطة في أواخر شباط، لينعكس بعدها المؤشر إلى الأعلى مدعوماً بارتفاع واضح في أحجام التداول، متذبذباً ما بين مستويات 26.8 نقطة و 2445 نقطة ليصل إلى أعلى مستوى له خلال عام 2010 عند مستوى 2648.36 نقطة في منتصف أفريل مستطيعاً بذلك أن يخترق جميع نقاط المقاومة التي اشتملها خلال الثلاثة الشهور الأولى من العام والتي تعتبر من أقوى حواجز المقاومة ليبدأ بعد هذه النقطة مرحلة التراجع الحاد متأثراً بتراجع السيولة واضطراب ثقة المستثمرين، جراء ظهور بعض الأخبار العربية والعالمية السلبية كان على رأسها أزمة اليونان المالية، وتقشي أخبار الحجزات البنكية على كبار المستثمرين في السوق ليستمر في انخفاضه متجاوزاً أبرز نقاط المقاومة التي واجهها أثناء هبوطه (2470، 2350، 2310) نقطة ليصل إلى أدنى مستوى له منذ سنة 2004 عند المستوى 2223 نقطة مصاحباً ذلك انخفاض واضح في أحجام التداول وليتوقف زيف المؤشر بعدها ليبدأ بالصعود التدريجي متذبذباً ما بين 2241 نقطة وبين 2375 نقطة وقد ساهمت عطلة عيد الأضحى والانتخابات في آخر شهرين من 2009 م وخاصة شهر نوفمبر، من تقليل حدة تأثير البورصة ببعض الأخبار العالمية السلبية كان أهمها أزمة الكوريتين والتي أثرت بشكل واضح على الأسواق العالمية حينها، فيما شهد ديسمبر عمليات شراء أسهم من قبل الكثير من الشركات لرفع أسعار الأسهم وتجميل بياناتها المالية في آخر العام، مما دعم المؤشر بشكل عام ليغلق عند مستوى 2373 نقطة بخسائر بلغت 159.96 نقطة.²

في حين أنهى عام 2011م الربع الأول منه عند المستوى المنخفض المقدر ب: 2141 نقطة، ليبدأ بعدها في التحسن وذلك مع توقعات المستثمرين بعمليات شراء واسعة والمتعاملين في أن نتائج الشركات في نهاية ذلك الربع سوف تكون أفضل من المتوقع، إضافة إلى قيام المستثمرين خلال اجتماعاتها التي عقدت في تلك الفترة ووصل

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان سنة 2008، مرجع سابق، ص: 20.

² قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان سنة 2010، مرجع سابق، ص: 12، 13.

المؤشر حينها إلى مستوى 2244 نقطة ليبقى المؤشر العام متذبذباً مع تراجع بسيط ليصل إلى أدنى مستوى له منذ عام 2004م عند مستوى 1916 نقطة رافقه تراجع حاد في أحجام التداول.

ومع صدور نتائج الشركات للربع الثالث من عام 2011م تحسن المؤشر العام إلى أن وصل إلى 2034 نقطة مع ارتفاع أسعار أسهم الشركات الإستراتيجية منها سهم شركة المصفاة الأردنية وسهم شركة الفوسفات الأردنية. ومع نهاية عام 2011م أغلق المؤشر عند مستوى 13 و1995 نقطة متراجعا بـ 15.94% عند بداية العام.¹ أما فيما يخص حركة المؤشر خلال عام 2012م، فقد استطاع هذا الأخير المحافظة على موجة الصعود منذ منتصف شهر جانفي وحتى نهاية شهر أفريل من العام نفسه وذلك مع توقعات المستثمرين والمتعاملين في أن نتائج الشركات في نهاية ذلك الربع سوف تكون أفضل من المتوقع، إضافة إلى قيام المستثمرين بعمليات شراء واسعة وخاصة على أسهم الشركات التي أعلنت عن نيتها في توزيع أرباح نقدية خلال الاجتماعات التي عقدتها في تلك الفترة، فقد ارتفع المؤشر من مستوى 1934.59 نقطة والذي اعتبر حاجز دعم خلال تلك الفترة ليبدأ بالارتفاع التدريجي حتى وصل إلى أعلى مستوى سعر له خلال العام والبالغ 2033 نقطة تبدأ بالانخفاض ويكسر بهذا حاجز 2003م ليعاود النزول حتى مستوى 1885 نقطة متأثراً بالأحداث السياسية وتيرة وسقف الاحتجاجات والمسيرات ليستمر كذلك حتى نهاية النصف الأول من 2012م ليعاود من جديد بلوغ مستويات متدنية جديدة وهي الأقل منذ عام 2004م عند المستوى 1853.7 نقطة، لكن مع صدور نتائج الشركات للنصف الأول من عام 2012م استرد المؤشر جزءاً من أرباحه حيث بدأ بموجة صعود ليتخطى حاجز 1985 نقطة، ومع نهاية العام وصدور نتائج الشركات للربع الثالث من عام 2012م ومع تقسيمات السوق الجديدة وإجراءات الإصلاح الاقتصادية المتعددة استطاع أن يخترق حاجز 1950 نقطة مصحوباً بارتفاع أحجام التداول لينتهي العام 2012م عند مستوى 1957.60 نقطة.² في حين أنهى مؤشر بورصة عمان لسنة 2013 على ارتفاع بعد خمس سنوات عجاف، حيث نجحت بورصة عمان خلال عام 2013 في وقف نزيفها الذي تواصل على مدى خمس سنوات متتالية ونجحت بتحقيق أول ارتفاع لها وينسبة بلغت 5.53% بعدما سيطر الهبوط على تداولات السوق منذ عام 2008م ولغاية 2012م بلغت فيها نسبة تراجع المؤشر حوالي 47% حيث هبط المؤشر من مستويات 3764.34 نقطة ولغاية 1957 نقطة³ كنتيجة لمعاناة بورصة عمان منذ تفجر الأزمة المالية في سبتمبر 2008، حيث تحسنت كافة الأسواق العربية والعالمية الناشئة فيما تغلق بورصة عمان في نهاية كل سنة على تراجع وسط شح من السيولة يعكس ضعف ثقة المتعاملين في الاستثماري الأوراق المالية.⁴

وأظهر التحليل الفني لبورصة عمان لسنة 2013 حدوث أمرين في غاية الأهمية: الأول نجاح البورصة من الارتداد إيجاباً من القاع الذي تم تسجيله خلال عام 2012م قريبا من المستويات 1850 بمعنى أن السوق لم يعد قادراً على صنع قيعان جديدة و هذا يعتبر مؤشراً على نهاية المسار الهابط، أما الأمر الآخر فهو قيام بورصة ولأول مرة منذ خمس سنوات باختراق مستويات المسار الهابط الذي ظل سيطراً على حركة المؤشر منذ عام 2009 حيث كانت

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان سنة 2011، مرجع سابق، ص: 19، 20.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2012، مرجع سابق، ص: 18، 19.

³ <http://alambat.net/post-43943-htm,31/3/2014,11:20>.

⁴ <http://www.hashed-ahali.org.jo/main/ahali?p=21271#.UZLC-S45NnM,31/3/2014>

جميع التداولات تتم أسفل ذلك المسار الهابط ما يسفر بوجود احتمال قوي بنهاية المسار الهابط، ويعتبر اختراق المستويات 2136 خلال عام 2012 دخول السوق رسمياً بمسار صاعد على اعتبار أن هذه المستويات هي مستويات المقاومة للقاعين الذين تشكلا خلال سنة 2012 و 2013 م.

فيما افتقدت بورصة عمان لتوجهات حقيقية خلال سنة 2013 لاستحواذ القطاع المالي على ما نسبته 67.40% من حجم التداول الكلي والبالغ 3 مليار دينار، فيما تقاربت نسبة استحواذ كل من قطاع الخدمات والقطاع الصناعي ب: 16.7% و 16% على التوالي.¹

وبهذا تكون بورصة عمان قد احتلت المركز الأخير من بين البورصات العربية التي حققت ارتفاعاً خلال سنة 2013م حيث اكتفت بورصة عمان بارتفاع قدره 5.53% عن السنة الفارطة،² في حين تصدر مؤشر دبي المالي قائمة لأكثر الأسواق العالمية تحقياً للربحية بنمو 107% في حين بلغت نسبة مكاسب سوق أبو ظبي للأوراق المالية 63% وذلك في ظل العام الحافل للتطورات الاقتصادية التي شهدتها الإمارات وخور دبي بمعرض أكسيو 2020 وترقية الأسواق إلى ناشئة ضمن مؤشرات مورغان ستانلي إلى جانب النمو المتواصل في ربحية الشركات فقد تدفقت السيولة الأجنبية والمحلية على الأسواق منذ بداية العام وعلى نحو لم تشهده منذ أكثر من أربع سنوات. ويوضح الجدول الموالي ترتيب المساهمات القطاعية في أداء بورصة عمان للفترة (2008-2013) من حيث الارتفاع أو الانخفاض في قيمة المؤشر العام للبورصة.

جدول (رقم:44): مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض "2008-2013".

القطاع	القطاع المالي			قطاع الخدمات			قطاع الصناعة			
	السنة	مقدار الارتفاع أو الانخفاض	النسبة المئوية للارتفاع أو الانخفاض	الرتبة من حيث الارتفاع أو الانخفاض	المقدار	%	الرتبة	المقدار	%	الرتبة
2008	انخفاض	ب: 1521.87 نقطة	29.66%	1	انخفاض ب: 434.76 نقطة	17.67%	2	انخفاض ب: 361.73 نقطة	11.68%	3
*2009	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
2010	تراجع ب: 110.64 نقطة	3.8%	3	انخفاض ب: 1879 نقطة	10%	1	تراجع ب: 162.23 نقطة	7.83%	2	
2011	تراجع ب: 297.27 نقطة	16.07%	2	تراجع ب: 181.5 نقطة	10.72%	3	تراجع ب: 356.02 نقطة	16.56%	1	
2012	انخفاض ب: 77.53 نقطة	3.28%	1	تراجع ب: 41.61 نقطة	2.52%	2	ارتفاع ب: 26.99 نقطة	1.24%	الوحيد الذي	

¹ <http://alambat.net/port-43943.htm>,31/3/2014,11:20.

⁵ [Http://www.maqar.com/?id=428.3,31/3/2014,11:30](http://www.maqar.com/?id=428.3,31/3/2014,11:30)

حقوق ارتفاعا									
الوحيد الذي حقق هبوطا	9.72	تراجع ب: 190.99 نقطة	2	0.83	ارتفاع ب: 138.18 نقطة	1	14.39%	ارتفاع ب: 297.27 نقطة	2013

*: عدم توفر المعلومات لسنة 2009 من قبل الجهات المختصة (هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان، شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية).

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على المعلومات الواردة في:

_ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي للسنوات: (2008-2013)، مرجع سابق.

تحليل الجدول:

كان القطاع المالي أكثر القطاعات انخفاضا من بين القطاعات الثلاثة الأساسية حيث أغلق نهاية عام 2008 عند مستوى 3609.1 نقطة مقارنة مع 5130.97 نقطة نهاية ديسمبر من 2007 لينخفض بنسبة 29.66%، وقد كان قطاع العقارات الأكثر انخفاضا ضمن المجموعة الذي خسر مؤشره بنسبة 50.42% حيث وصل إلى 3879 نقطة، وكان مؤشر قطاع التأمين أقل القطاعات المالية الجزئية من حيث الانخفاض بنسبة 12.44% ليغلق نهاية ديسمبر 2008 عند 3231.07 نقطة مقارنة مع 3690.07 نقطة عند نهاية 2007.

وقد جاء قطاع الخدمات في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض والذي خسر مؤشره 434.76 نقطة خلال عام 2008 ليغلق نهاية العام عند مستوى 2025.56 نقطة منخفضا بنسبة 17.67% عن ديسمبر 2007، وقد كانت أسعار شركة المتكاملة للنقل المتعدد أكثر الأسعار انخفاضا بنسبة 78.97% لتغلق عند 0.53 دينار نهاية ديسمبر مقارنة مع 2.52 دينار نهاية ديسمبر 2007.

في حين كان أداء قطاع الصناعة أقل القطاعات انخفاضا من بين القطاعات الثلاثة الأساسية خلال 2008 وقد كان سعر سهم شركة الصناعة التجارية الزراعية/ الإنتاج الأكثر انخفاضا بنسبة 75% ليغلق عند 0.62 دينار.¹ كما انخفضت جميع القطاعات الرئيسية في بورصة عمان خلال عام 2010 دون استثناء، ليحتل قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حيث الانخفاض من بين القطاعات الرئيسية في بورصة عمان خلال نفس العام والذي انخفض مؤشره بنسبة 10% مغلقة نهاية العام عند مستوى 1879 نقطة فقد تلقى ضغطا قويا من شركة الأهلية للمشاريع والتي كانت أكبر الشركات الخاسرة في هذا القطاع فقد انخفض سهمها من 3.13 دينار نهاية عام 2009 لتصل إلى مستوى 1.07 دينار العام الماضي منخفضا بنسبة 65.8%، تلاه قطاع الخدمات من حيث الانخفاض خلال العام الماضي قطاع الصناعة الذي انخفض مؤشره من مستوى 2738.83 نقطة عام 2009 إلى مستويات 2576 نقطة في نهاية عام 2010، وفي هذا السياق فقد كانت شركة مجمع الشرق الأوسط الخاسر الأكبر من بين الشركات الصناعية حيث خسر سهمها ما نسبته 71% نهاية العام الماضي مقارنة مع عام 2009 ليغلق عند مستوى 0.44 دينار سهم.

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، مرجع سابق، ص ص: 18، 19.

فيما سجل مؤشر القطاع المالي خلال التداولات عام 2010 خسائر بنسبة 3.8% ليكون أقل القطاعات انخفاضا خلال العام الماضي مغلقا عند مستوى 2911.66 نقطة، وجاء أثر الأداء الإيجابي لقطاع البنوك في نهاية العام والذي دعم المؤشر المالي بشكل جيد ليكون الربح الوحيد من بين القطاعات المالية الجزئية والذي أغلق عند مستوى 3926.5 نقطة مرتفعا 7.67% مقارنة مع إغلاق عام 2009¹.

وانخفضت جميع القطاعات الرئيسية بلا استثناء خلال عام 2011 جاء على رأسها قطاع الصناعة والذي انخفض بنسبة 16.56% مغلقا عند مستوى 2149.9 نقطة، حيث انخفضت معظم القطاعات الصناعية الجزئية خلال تداولات عام 2011 ما عدا قطاعات التبغ والسجائر والذي استطاع أن يحقق مكاسب بنسبة 19.4% وذلك جراء ارتفاع سهم شركة الإقبال للاستثمار والذي شهد صعودا خلال العام الماضي مغلقا عند مستوى 6.7 دينار مرتفعا بذلك بنسبة 31.9% مقارنة مع إغلاق 2010 حيث حققت الشركة نموا في أرباحها خلال عام 2011 نتيجة تحقيقها أرباح غير متكررة نتيجة بيعها بعض أموالها، في حين كان قطاع الصناعات الكهربائية أبرز القطاعات الجزئية الخاسرة والذي فقد خلال تداولات 2011 ما نسبته 48.6% ويعزى ذلك بشكل رئيسي إلى انخفاض سهم الشركة مجمع الشرق الأوسط من 0.44 دينار عام 2010 إلى 0.4 دينار عام 2011، وجاء القطاع المالي في المرتبة الثانية من حيث الانخفاض من بين القطاعات الرئيسية في بورصة عمان والتي انخفض مؤشرها بنسبة 16.07% مغلقا نهاية 2011 عند مستوى 2443.87 نقطة وبطبيعة الحال فقد كان قطاع الخدمات المالية المتنوعة الخاسر الأكبر من بين القطاعات المالية الجزئية حيث مني بخسائر وصلت نسبتها إلى 43.6% مغلقا عند 1580.7 نقطة حيث يتأثر هذا القطاع بشكل مباشر بأداء بورصة عمان، حيث جاء هذا الانخفاض بضغط من سهم شركة المستثمرين العرب المتحدون بنسبة 75.61 ليصل السهم في نهاية 2011 عند مستوى 0.1 دينار.

أما في قطاع الخدمات فقد وصلت خسائره إلى ما نسبته 10.72% ليصل مؤشره عند مستوى 1693.73 نقطة، وجاء قطاع النقل على رأس القطاعات الخاسرة الجزئية الذي مني بخسائر بنسبة 40.1% وجاء ذلك بضغط رئيسي من خسائر سهم شركة الملكية الأردنية والتي انخفض سهمها من 1.52 دينار في 2010 إلى 0.66 دينار في نهاية 2011 فاقدا ما قدره 0.86 دينار².

هذا وشهدت معظم القطاعات الرئيسية تراجعات باستثناء قطاع الصناعة خلال عام 2012، حيث جاء في المركز الأول من حيث الانخفاض القطاع المالي الذي أغلق عند مستويات 2363.64 نقطة وبانخفاض بلغت نسبته 3.28%، ومن بين القطاعات الفرعية التي جاءت أكثر انخفاضا كان قطاع العقارات الذي انخفض بنسبة 14.47% مغلقا عند مستويات 1658.78 نقطة.

وجاء قطاع الخدمات في المركز الثاني من بين القطاعات الرئيسية الأكثر انخفاضا مغلقا عند مستويات 1651.12 نقطة بانخفاض بلغ 2.52%، ومن القطاعات الفرعية التي جاءت أكثر انخفاضا قطاع الإعلام والذي انخفض بنسبة 44.94% بصدارة الشركة الدستور التي جاءت منخفضة بنسبة 46.5% لتغلق عند المستوى 0.61 دينار مقارنة مع إغلاق عام 2011 البالغ 1.14 دينار.

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، مرجع سابق، ص: 7-9.

² قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان لسنة 2011، مرجع سابق، ص: 15-17.

أما قطاع الصناعة فقد كان الوحيد الذي حقق ارتفاعاً بنسبته 1.24% ليغلق عند مستويات 2176.57 نقطة، بقيادة قطاعات فرعية من أهمها وأكثرها ارتفاعاً جاء في المرتبة الأولى قطاع التبغ والسجائر الذي ارتفع بنسبة 64.3% بقيادة شركة الاتحاد للسجائر التي ارتفعت بنسبة 247% لتغلق عند مستويات 5 دنانير مقارنة مع إغلاق عام 2011 م، حيث أغلقت حينها عند مستويات 1.44 دينار حيث استطاعت الشركة أن تحقق ارتفاعاً في صافي أرباحها لنهاية الربع الثالث 2012 ليبلغ 1.75 مليون دينار مقارنة مع 105 ألف دينار لنفس الفترة 2011 م، ومن الجدير بالذكر أنه من أكثر المؤشرات التي حققت انخفاضاً في أسعارها كانت كل من سهمي شركة حديد الأردن وشركة ترافكو بنسبة 39.7%، و27.4% لتغلق عندي، بينما منيت شركة الاسمنت الأردنية بتراجع في سعر سهمها بنسبة 21.7% لتغلق عند 1.37 دينار فقد منيت الشركة بخسائر لنهاية الربع الثالث 2012 بقيمة 12.8 مليون دينار مقارنة مع خسائر بقيمة 3.6 مليون دينار لنهاية الفترة ذاتها من العام 2011 نتيجة تراجع مبيعات الشركة بشكل كبير من جراء الأزمة السورية ونتيجة المنافسة الشديدة التي تتعرض لها من عدة مصانع محلية وارتفاع تكاليف التشغيل من أسعار النفط والمواد الخام من جهة أخرى.¹

ومن أهم القطاعات الفرعية التي ساهمت في ارتفاع مؤشر بورصة عمان لسنة 2013، القطاع المالي بالدرجة الأولى والذي أغلق مرتفعاً بنسبة 14.39% عند مستويات 2703.85 نقطة وتلاها في المركز الثاني قطاع الخدمات الذي أغلق عند مستويات 1664.77 نقطة مرتفعاً بنسبة 0.83%، بينما جاء قطاع الصناعة منخفضاً بـ 9.72% ومغلقاً عند مستوى 1964.91 نقطة، ومن أهم القطاعات الفرعية للقطاع المالي التي جاءت مرتفعة قطاع العقارات بنسبة 22.15% مغلقاً عند مستويات 2026.17 نقطة، ومن أهم الشركات المدعمة لهذا الارتفاع شركة التجمعات الاستثمارية التي حققت ارتفاعاً بلغت نسبته 173.5% مغلقاً عند مستويات 0.93 دينار، وجاء في المركز الثاني من حيث الارتفاع قطاع الخدمات الذي أغلق مرتفعاً بنسبة 0.83% مغلقاً عند مستويات 1664.77 نقطة، ومن أكثر القطاعات الفرعية ارتفاعاً كان قطاع التعليم الذي أغلق مرتفعاً بنسبة 21.48% بصدارة الشركة الدولية للتعليم والتي أغلقت عن مستويات 3.29 دينار وبنسبة ارتفاع بلغت 26.8%، وفي المركز الثالث والأخير جاء قطاع الصناعة محققاً انخفاضاً بنسبة 9.72% ومغلقاً عند مستويات 1964.91 نقطة.

ومن الجدير ذكره أن جميع القطاعات الفرعية للقطاع الصناعي قد أغلقت على ارتفاع باستثناء قطاعي الورق والكرتون وقطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية واللذان أثرا بصورة كبيرة على مؤشر قطاع الصناعة وقاده للانخفاض فقد تراجع قطاع صناعة الورق والكرتون بنسبة 46%، فيما تراجع قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدين بنسبة 33.74% والذي يحتوي على أهم الشركات القيادية التي حققت تراجعاً في آدائها خلال العام².

ويبين الجدول الآتي المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط البورصة.

¹ قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، مرجع سابق، ص: 14، 16، 17، بتصرف قليل.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، مرجع سابق، ص: 13، 16، بتصرف.

الجدول (رقم:45): المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان "2008-2013"

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد الشركات المصدرة	262	272	277	247	243	242
القيمة السوقية مليون دينار	254063.0	22526.9	21855.20	192728.0	19141.50	19787.1
المؤشر المرجح	275840	2533.5	2373.6	199513	195760	2178.2
قيمة التداول	2031800	9665.30	6690.00	2850.30	1978.80	2817.6
عدد الأسهم المتداولة	5442.30	6022.50	6988.90	40722.30	2384.10	2726.80
عدد العقود المنفذة بالآلاف.	378090	296460	188020	131830	975000	999.1000
عدد أيام التداول	245	249	247	247	251	225
معدل دوران السهم.	91.5	91.3	102.2	58.2	33.9	37.8
الإصدارات الأولية من الأسهم مليون دينار.	828	317.3	149.7	136.7	144.8	25.4
الإصدارات الأولية من السندات مليون دينار.	3.251.00	4.481.30	5.071.10	4.950.30	6.080.70	2035.4

المصدر: تم الاعتماد على:

1_ بنك الأهلي، تقرير الأداء السنوي لبورصة عمان للعام 2012، مرجع سابق، ص:03.

2_ www.ase.com.jo/ar/ ,12/4/2014, 9:45.

خلاصة الفصل:

- هدف هذا الفصل إلى الكشف عن مدى إمكانية الاستفادة من رأس المال الفائض واستثماره في مختلف الوحدات الاقتصادية، أي البحث عن إمكانية تمويلها في بورصة عمان من (2008-2013)، ولهذا توصلنا إلى مايلي:
- 1- اتضح أن المعنيين بشؤون المال والاستثمار في النظام المالي الأردني أخذوا على عاتقهم تطوير السوق بما ينسجم وتطور بيئة الاستثمار الأردنية وبشكل ساعد على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية؛ فقد شهد السوق إصلاحات على صعيد بنيته الإدارية والتنظيمية، إذ أصبحت هناك ثلاث تشكيلات تنظم عملية المتاجرة بالأوراق المالية تضم كل من: هيئة الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية وبورصة عمان للأوراق المالية.
 - 2- أثبتت العديد من المؤشرات (مؤشرات كفاءة السوق) من بينها معرفة عدد الشركات التي تتوجه إلى هذه السوق لتلبية متطلباتها الاستثمارية، أن زيادة عدد هذه الشركات من سنة لأخرى يدل على زيادة كفاءة البورصة في حين أن انخفاض هذا العدد أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المدرجة يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة المطلوبة كما هو الحال في سنة 2011 ويعود هذا الانخفاض في عدد الشركات إلى تعليمات الإدراج الجديدة الخاصة بالأوراق المالية والمقررة من قبل هيئة الأوراق المالية، في حين اتسمت باقي السنوات بمعدلات مقبولة تزيد من عمق السوق والذي يعتبر من المميزات الأساسية للكفاءة السوقية.
 - 3- إن الاستثمار في الأوراق المالية كبقية أشكال الاستثمارات الأخرى يتطلب معرفة وتفصيل دقيقة عن الهدف الاستثماري المراد الاستثمار فيه على اعتبار أن مبدأ المخاطرة يبقى عاملاً مهماً للدخول في أي نشاط استثماري أو الامتاع عنه، لذا يجب على المختصين وأصحاب العلاقة العمل على نشر ثقافة الاستثمار وإيجاد فلسفة الاعتماد على السوق مما قد يساعد الشركات الناجحة في الحصول على التمويل اللازم للتوسع في نشاطها.
 - 4- لم تحقق بورصة عمان ما هو مرغوب منها كوسيلة تمويل فعالة خلال الفترة محل الدراسة (2008-2013) كنتيجة منطقية لزيادة أعباء الدين الداخلي والخارجي المترتب على الحكومة الأردنية، إذ لجأت هذه الأخيرة خلال كل عام إلى إصدار سندات خزينة وكذا أدوات تغطي بها عجز الميزانية، في حين إقتصرت عمليات إصدار الأسهم الخاصة بالشركات في نقل ملكيتها من مستثمر إلى آخر دون أي إضافة تذكر للاقتصاد القومي.
 - 5- ظهرت بورصة عمان بوجه شاحب وفي معظم مؤشرات الأداء ويعود هذا إلى تبعات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وذلك للعلاقات الخارجية من جهة وللسياسات المتبعة في مواجهتها من جهة أخرى، كما لا ننسى أزمة المديونية الخارجية التي عانت منها المملكة والتي كان لها الدور الكبير في ركود السوق الأولي.
 - 6- تداعيات الأزمة المالية العالمية خلفت آثاراً كبيرة أدت إلى ضعف الدور الذي يؤديه السوق الأردني في تمويل استثمارات المملكة.
 - 7- بالنظر إلى معدل دوران السهم نجد أنه شهد لم يثبت على منحى واحد وبالتالي تأثر العقود المنفذة بالتبعية.
 - 8- أوضح مؤشر رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي عدم التوافق المسجل في معدلات النمو الاقتصادي وهو ما ينعكس في قدرة سوق المال على تعبئة رؤوس الأموال الضرورية للاستثمار وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، وبالتالي فإن هذا القصور يقود بالشركات للجوء إلى القروض كمصدر تمويلي بدلاً من إصدار الأوراق المالية.

الخاتمة العامّة

أصبحت أسواق المال عامة والبورصات خاصة تحتل مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة من خلال ما تقوم به من وظائف وأدوار هامة، فهي مصدر لتمويل استثمارات المصدرين ومنفذ للمستثمرين لتوظيف رؤوس أموالهم، ومساهمتها في حل الكثير من مشكلات الشركات الراغبة في التمويل وخاصة طويل الأجل للمشروعات ذات فترة الاسترداد طويلة الأجل، ولأهميتها الكبيرة قامت معظم الدول العربية بإنشاء أسواق مالية خدمة لاقتصادياتها والبحث الدائم عن تطويرها؛ والأردن كغيرها من هذه الدول سارت على نفس الدرب وقامت بإنشاء سوق مالية استناداً لأحكام القانون رقم 3 لسنة 1976 وتم افتتاحها رسمياً بتاريخ 1978/4/4م، إذ شهدت هذه السوق تطوراً على المستوى التنظيمي والتقني والذي تمثل جلياً في فصل دور الرقابة عن التنفيذ، مع العلم أنه سابقاً كانت السوق المالية الأردنية تقوم بهذه الأدوار مجتمعة، فضلاً عن إدخال واستخدام تكنولوجيا المعلومات ما يعتبر مؤشراً قوياً على المستوى القومي في إمكانية بناء أسواق مالية عربية على مستوى عالي يمكن أن تضاهي بها الأسواق المالية العالمية.

غير أن أداء بورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة وظهورها الشاحب بدى جلياً من خلال تأثرها بعدد من المعطيات في ظل استمرار تداعيات الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية، وحالة عدم الاستقرار في بعض الدول العربية وتعمق الأزمة المالية في منطقة اليورو، لتزيد الثورات العربية من تفاقم أثر الأزمة على الاقتصاد الأردني، لتتعلق في نهاية كل سنة على تراجع وسط شح في السيولة يعكس ضعف ثقة المتعاملين في الاستثمار بالأوراق المالية، مما يجعل الأردن حساسة للظروف الخارجية.

وفي ذات السياق، اضطرت الحكومة الأردنية إلى الاقتراض الداخلي والخارجي بشكل متزايد وخاصة في العام 2012 لمواجهة الأعباء المالية الجديدة التي ظهرت بفعل التطورات المحلية والإقليمية، ما رفع سقف المديونية العامة إلى أكثر من 15.3 بليون دينار نهاية 2012م وهو التفسير المنطقي لركود السوق الأولية والتي كانت سوق سندات وبصورة خاصة أذونات وسندات خزينة حكومية لتغطية العجز الداخلي للحكومة الأردنية فيما اقتصر إصدارات الأسهم على نقل ملكيات الأسهم من مستثمر لآخر.

ليكون العام 2013 الاستثناء الوحيد من سنوات الدراسة والذي حمل معه بوادر من الأمل نتيجة لتحسن مختلف مؤشرات الأداء في بورصة عمان ولتراجع عجز الميزانية وتحسن ميزان المدفوعات من جهة أخرى، حيث نجحت بورصة عمان خلال عام 2013 من وقف نزيفها الذي تواصل على مدى 5 سنوات متتالية ونجحت بتحقيق أول ارتفاع لها ونسبة بلغت 5.53 بالمئة وبحجم تداول إجمالي بلغ 2.4 مليار دينار بعدما سيطر الهبوط على تداولات السوق منذ عام 2008 ولغاية عام 2012 بلغت فيها نسبة تراجع المؤشر حوالي 47.00 بالمئة حيث هبط المؤشر من مستويات 3686 نقطة ولغاية مستويات 1957 نقطة.

إن التماسك الذي أظهرته البورصة خلال عام 2013 نتيجة لثقة المستثمرين المحليين والعرب والأجانب، مشيراً إلى أن نسبة ملكية الأسهم لغير الأردنيين قد بلغت بنهاية العام نحو 50% من إجمالي حجم الاستثمار منها 35% يملكها أفراد وشركات استثمارية وصناديق عربية، و 15% مملوكة لجنسيات من نحو 100 دولة، وهو دليل واضح بأن هذه الاستثمارات هي طويلة الأجل مبنية على الشراكة الإستراتيجية مع المستثمرين

الأردنيين ولم تتأثر عبر السنوات الخمسة الماضية، بالرغم من التراجع الذي مرّ به السوق نتيجة للأزمة المالية العالمية وما تلاها من الاضطرابات السياسية في دول الربيع العربي.

النتائج العامة:

1- نتائج اختبار الفرضيات: بعد الدراسة ظهرت نتائج اختبار فرضيات الدراسة كالآتي:

1- يعتبر سوق رأس المال أحد القنوات الهامة لإحداث التوازن وتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال تجسيد المشاريع الحقيقية بتوفير التمويل اللازم لها، وقد تبين من خلال الاستعراض الوصفي والتحليلي للإطار النظري للدراسة أنه من شأن سوق رأس المال التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في توفير القدر الكافي من التمويل اللازم للاستثمارات الأكثر إنتاجية وكذا الحوافز المشجعة على تراكم وتعبئة رؤوس الأموال وإتاحة المعلومات والوسائل المتلى للرصد والرقابة على أداء الشركات المساهمة، فضلا عن توفير السيولة ومزيد من الخيارات أمام المستثمرين لتنوع عنصر المجازفة بما يساهم في زيادة الثروة الوطنية وتحقيق هدف النمو الاقتصادي وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى.

2- تعتبر السوق المالية المحور الأساسي لتوجيه مختلف الأنشطة الاقتصادية، ولهذا فإنّ المستثمر في الأوراق المالية المدرجة في تلك الأسواق حتى يتميّز قراره الاستثماري بنوع من الرّشادة يتطلب عليه إجراء تحليلات مستمرة لمؤشرات السوق دون الاغفال عن بعض المتغيّرات الكلية ذات التأثير على جانب القرار إذ بإمكانها أن تشكل مع مؤشرات السوق نمودجا يساعد على إتخاذ القرار ما يعني قبول الفرضية الثانية والمتعلقة باتخاذ القرار الاستثماري داخل السوق المالي.

3- يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور أداء البورصة وهو يوضح أهمية البورصة في الاقتصاد ودرجة اعتماد القطاعات الاقتصادية على البنوك وأسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية، فإتساع حجم السوق وكفاءته يرتبط إيجابيا مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنوع المخاطر خصوصا للأوراق المدرجة رسميا بالسوق، كما أن تقسيم رسملة السوق على عدد كبير من الشركات يعد مؤشرا إيجابيا على تنوع المخاطر وتركيز نشاط البورصة على عدد من الشركات المحلية والأجنبية المدرجة، ويرجع ذلك لتحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلية وارتفاع فرص الربح نظرا لعوامل منها: برامج خصخصة الشركات العامة وتسهيل إجراءات ادراج الشركات الجديدة، وانخفاض تكاليف الادراج والشروط التنظيمية للإشراف والرقابة، وبهذا فإن كل ما سبق يساهم في تدعيم الاجابة الأولية للفرضية الثالثة ويثبت صحتها.

4- يتمتع سوق عمان المالي بأهمية بالغة كإطار مؤسّساتي قائم يعمل على تسهيل إنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وكقناة توجيه استخدام الموارد المتاحة بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير موارد التمويل، كما يقوم نشاط هذه السوق على تداول أدوات مالية طويلة الأجل سواء في شكلها التقليدي الذي رافق ظهورها كالأسهم والسندات وهذا الذي يشجع على الاستثمار ويمنح عدة مزايا للمتعاملين إذ يسمح لهم باختيارات عديدة وفق مصالحهم واتجاهاتهم، الأمر الذي يزيد من فعالية ومرونة الأسواق المالية باعتبارها مصدر تمويلي كفيل بالربط بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي من جهة ولفشل سياسات الاستدانة

والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي من جهة أخرى وذلك بحثاً منها عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللاوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية وهذا ما يدعم قبول الفرضية الرابعة.

2- نتائج الدراسة:

في حين ومن خلال دراسة دور بورصة عمان في تمويل الاستثمارات خرجنا بجملة نتائج نوجزها في النقاط الآتية:

- 1 قامت بورصة عمان بإدخال خدمة التداول عن بعد التي توفر لشركات السمسرة إمكانية إتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق، ومن جهة أخرى توفر هذه الخدمة فرصة أكبر عدد من المستثمرين والمهتمين للتداول بالأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يساهم في زيادة أعداد المتعاملين في بورصة عمان وزيادة إقبالهم على التداول.
- 2 يعتبر السوق الأولي لبورصة عمان سوق سندات وذلك لزيادة الأعباء الداخلية للحكومة الأردنية.
- 3 محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي حيث أن إتساع قاعدة السوق وازدهارها تتطلب عدد كاف ومنتظم من الأوراق المالية.
- 4 التجارب السلبية للاستثمار في الأوراق المالية في عدد من الأسواق العربية كأزمة سوق المناخ، أزمة العالمية لسنة 2008، وما صاحبها من خسائر كبيرة أدت إلى ضعف ثقة الكثير من المستثمرين في الأوراق المالية.
- 5 جعل من أهم الوظائف الأساسية لسوق المال الكفء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها لما يمثلته ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع بورصة عمان في حجم سيولتها ويظهر ذلك في انخفاض حجم التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، كذلك انخفاض عدد أيام التداول؛ فضلاً عن انخفاض معدل دوران السهم.
- 6- نتيجة للتطورات العالمية قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على أساس الأسهم الحرة المتاحة للتداول أطلق عليه اسم dj ase 100 بحيث تعطي أفضل تمثيل لحركة أسعار الأسهم في السوق ويخفف من حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالية بحيث يخفض ثقلها.

في حين خرجنا بجملة من التوصيات نوردتها في الآتي:

الاقتراحات:

- 1 على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي أن تعمل على الإفصاح على كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف.
- 2 تعميق الوعي الاستثماري لزيادة الطلب المحلي للأفراد: وذلك من خلال حملات التوعية والإعلام لجذب صغار المدخرين، وتعريفهم بفرص وإمكانيات ومزايا الاستثمار بالأوراق المالية.

- 3 توليد الثقة في البورصة كمصدر تمويلي للمستثمرين من خلال نشر الثقافة البورصية بينهم بوسائل الاتصال المختلفة.
 - 4 تنمية الأدوات المالية المستحدثة، حيث يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين ومن تلك الأوراق نذكر: المشتقات المالية بأنواعها، التوريق، إدراج الأوراق التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية؛ إذ تساهم في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط بورصة عمان إذا ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.
 - 5 زيادة العائد النسبي للاستثمار في الأوراق المالية في إطار نظرة شاملة لعناصر السياسة النقدية وأدواتها كإعادة هيكلة الحوافز الضريبية لصالح المستثمرين والمؤسسين، كإعفاء الجزء الخاضع للضريبة بما يعادل المبلغ المستثمر في الأوراق المالية، بشرط أن تبقى مستثمرا في الأوراق المالية بمدة معينة.
 - 6 إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة، حيث يعد هذا النوع من الاستثمار الأكثر استقرارا وتعود بالنفع على المستثمر المحلي والأجنبي، إضافة مساهمتها في رفع كفاءة السوق المحلي نظرا لما تتطلبه من مستوى مرتفع من الرقابة، ونظم للمعلومات وتقارير أداء الشركات وفقا للنظم العالمية.
 - 7 تشجيع إنشاء صناديق رأس مال المخاطر وتفعيل دورها في تنشيط البورصة.
 - 8 تفعيل دور صناديق المعاشات في تطوير أسواق المال، حيث تحتفظ هذه الصناديق بنسبة كبيرة من رأس المال في أصول مالية طويلة الأجل، مما يزيد من عرض رؤوس الأموال طويلة الأجل وهو ما يترتب عليه تحسن ملحوظ في أداء الأسواق المالية.
- آفاق البحث:** بما أنه لا يمكن الإلمام بمختلف جوانب الموضوع المتشابهة والواسعة، نترك آفاق البحث مفتوحة لدراسات أخرى مستقبلا والتي يمكن أن تتناول الإشكاليات التالية:
- 1 دور السوق المالية الإسلامية في تطوير الاستثمارات.
 - 2 أثر الأزمة المالية العالمية على أداء المحافظ المالية في بورصة عمان للأوراق المالية.
 - 3 فعالية بورصة عمان للأوراق المالية في تنشيط حركة الاستثمارات الأجنبية.
 - 4 دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في بورصة عمان.

قائمة المصادر

والمراجع

1- المراجع باللغة العربية:

1- المصادر:

1 القرآن الكريم.

2- مراجع عامة:

2-1- الكتب:

- 2 أبو قحف عبد السلام، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مؤسسة شباب الجامعة، مصر 2001.
- 3 أبو موسى رسمية أحمد، الأسواق المالية والنقدية، المعترف للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 4 أبو طربوش رائد محمود، الإحتيال والبورصة العالمية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 6- آل شيب دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 7 آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 8 أندراوس عاطف ويليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 9 بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 10- التميمي أرشد فؤاد، سلام أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2004.
- 11- التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 12- حردان طاهر، أساسيات الاستثمار، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
- 13- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 14- الحصانة عهود عبد الحفيظ علي، مبادئ الإدارة المالية، دار الحامد، الأردن، 2010.
- 15- الحلاق سعيد سامي، العجلوني محمد محمود، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 16- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 17- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 18- حمودة محمود محمد، الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 19- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2013.

- 20- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، العبد جلال، الإستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، 2003.
- 21- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، المكتب العربي الحديث، مصر، 2006.
- 22- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، العبد جلال إبراهيم، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 23- الحناوي محمد صالح، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
- 24- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، مبادئ وأساسيات الإستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
- 25- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 26- حنفي عبد الغفار، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003_2004.
- 35- حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 1991.
- 27- حنفي عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003.
- 28- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.7
- 29- حنفي عبد الغفار، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 30- حنفي عبد الغفار، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 31- حنفي عبد الغفار، أبو قحف عبد السلام، إدارة البنوك وتطبيقاتها، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2000.
- 32- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.
- 33- حنفي عبد الغفار، الإستثمار في البورصة، دار حامد، الأردن، 2006.
- 34- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 35- خربوش حسني علي، أرشيد عبد المعطي رضا، جودة محفوظ أحمد، الأسواق المالية "مفاهيم وتطبيقات"، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 36- الخليل أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، السعودية، محرم 1424.
- 37- داوود نعيم نمر، التحليل المالي دراسة نظرية تطبيقية، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 38- دحام إلهام وحيد، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013.
- 39- الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 2009.

- 40- الرشيد عبد المعطي رضا، جودة محفوظ أحمد، إدارة الائتمان، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- 41- رضوان سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 42- الرفاعي غالب عوض، بلعربي عبد الحفيظ، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 43- رمضان زياد، محمود الخلايلة، التحليل والتخطيط المالي، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2013.
- 44- رمضان زياد، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1992.
- 45- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
- 46- الزريبي حمزة محمود، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الوراق، الأردن، 2001.
- 47- الزريبي حمزة محمود، أساسيات الإدارة المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 48- الزغبى هيثم محمد، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000.
- 49- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، الطبعة 3، 2005.
- 50- سانو مصطفى قطب، الاستثمار: أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2000.
- 51- السبلاني غسان، التحليل المالي وآليات صنع القرار، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2011.
- 52- سحنون محمد، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر، 2003.
- 53- سلام عماد، صالح، إدارة الأزمات في بورصة الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002.
- 54- سلطان محمد سعيد، أنور، إدارة البنوك، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 55- السيسي صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الإمارات للأوراق المالية، دار الوسام للنشر والتوزيع، لبنان، 1998.
- 56- الشديفات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة: الأسهم _سندات_ وثائق_ استثمار_ خيارات، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003.
- 57- الشمري خالد توفيق، التحليل المالي والاقتصادي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 58- الشمري ناظم محمد نوري، البياتي طاهر فاضل، صيام أحمد زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- 59- الشمري ناظم محمد نوري، البياتي طاهر فاضل، صيام أحمد زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1990.
- 60- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1998.
- 61- شموط مروان، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 62- الشنطي أيمن، شقر عامر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، 2008.

- 63- الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في الأوراق المالية "الأسس النظرية والعلمية"، دار وائل، الأردن، 2008.
- 64- شيخه مصطفى، رشدي عوض الله، زينب حسن، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، مصر، 1993.
- 65- الشیخی حمزة، الجزراوي إبراهيم، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
- 66- صاحب عجام هيثم، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 67- صافي وليد، البكري أنس، الأسواق المالية الدولية، داري البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 68- صيام أحمد زكريا، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
- 69- الطاهر عبد الله، علي موفق الخليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، فلسطين، الطبعة الثانية، 2006.
- 70- طنبب محمد عبيدات محمد، الإدارة المالية في القطاع الخاص، داري المستقبل والرابة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 71- العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 72- عبد النبي محمد الأحمد، الأسواق المالية "الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، دار زمزم للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 73- عبد الجواد محمد عوض، الشريفات علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة "أسهم، سندات، أوراق مالية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 74- عبد الجواد محمد، عوض الشديقات، علي إبراهيم، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
- 75- عبد الرحيم عاطف، جابر طه، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010.
- 76- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 77- عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية "الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 78- العبد جلال إبراهيم، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 79- عثمان محمد داود، إدارة وتحليل الائتمان ومخاطره، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2013.
- 80- عثمان سعيد عبد الغني، دراسة جدول المشروعات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 81- العربي عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية "بين النظرية والتطبيق"، دار رضا للنشر، سوريا، 2002.
- 82- عرفة سيد سالم، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرابة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 83- عصران جلال عصران، الإستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار الكتب والوثائق العمومية، مصر، 2010.

- 84-عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2010.
- 85- عطية أحمد صلاح، محاسبة الاستثمار والتمويل في البنوك التجارية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 86- عطية أحمد صلاح، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 87- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار، بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 88- علي عبد المنعم السيد، العيسي نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
- 89- عليوة السيد، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 90- عمر حسين، الاستثمار والعولمة، دار الكتاب الحديث، مصر، 2000.
- 91-العمراني عبد الله بن محمد بن عبد الله، العقود المالية المركبة " دراسة فقهية تأصيلية تطبيقية"، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2010.
- 92- العمري ماجد فهد، مقدمة إلى الشموع اليابانية، شبكة إعلانات العرب، بدون دولة، 2004.
- 93- غنيم حسين عطا، دراسات في التمويل، بدون دار نشر، مصر، 1999.
- 94- فضلي فارس، التقنيات البنكية محاضرات وتطبيقات، الجزء الأول، أموساك رشيد، الجزائر، 2006.
- 95- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006.
- 96- الفولي أسامة، محمد عوض الله زينب، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 97- فيبو أسماي، كل شيء عن البورصة، مكتبة جرير، المملكة العربية السعودية، 2007.
- 98- قريوع كمال عليوش، قانون الاستثمارات في الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- 99- قرياقص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 100- القرشي محمد صالح، المالية الدولية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 101- كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 102- كراجة عبد الحليم رباحه السكران، علي مطر ياسر، موسى يوسف توفيق عبد الرحيم، الإدارة والتحليل المالي-أسس، مفاهيم، تطبيقات-، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2006.
- 103- محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 104- الكامل محمد عبد الله، نحو اقتصاد فقهي إسلامي حول النقود والأسواق المالية، على الموقع:

WWW.RSSCRS.INFO, 11 /12/2013, 15:50

105-محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء 1، 2001.

106-محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، ج2، 2002.

- 107- محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة، ج3، 2002.
- 108- مطاوع سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى للنشر، فلسطين، 2001.
- 109- مطر محمد، إدارة الاستثمارات "الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل، الأردن، الطبعة الخامسة، 2009.
- 110- مطر محمد، تيم فاني، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 111- معراج هوارى، بهناس عباس، مجدل أحمد، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 112- ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل، لبنان، الجزء الأول، 2003.
- 113- منصورى الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، الرابطة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 114- المهيلي عبد المجيد، التحليل الفنى للأوراق المالية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الخامسة، سبتمبر 2006.
- 114- الموسوي ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- 115- موسى شقيري نوري، طاهر صالح الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 116- النجار عبد العزيز، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
- 117- النجار فريد، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 118- النجار فريد راغب، أسواق المال والمؤسسات المالية، محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 119- النصري خلف بن سليمان بن صالح بن سليمان، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.
- 120- نوري موسى شقيري، وليد محمد إبراهيم، سوزان أحمد صافي، زيب سمير الراميني، إيناس ظافر، المؤسسات المالية المحلية والدولية، المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- 121- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية "الأسهم والسندات"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009.
- 121- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر الهندسة المالية باستخدام التوريقات والمشتقات المالية، توزيع منشأة المعارف، مصر، الجزء الأول، دون سنة نشر.
- 122- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008.
- 123- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف للنشر، مصر، 1997.
- 124- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 125- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009.
- 126- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.

- 127- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعاصر، مصر، 1998.
- 128- هندي منير إبراهيم، مستقبل رأس المال العربية"مخاطر ومحاذير"، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1995.
- 129- الهندي خليل، الناشر أنطوان، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء 2، 2000.
- 130- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 131- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 132- ولد عالي محمد الأمين، التنظيم الفقهي والتنظيم القانوني للسوق المالية الإسلامية وعلاقة ذلك بمقاصد الشريعة الإسلامية "السوق المالية الإسلامية في ماليزيا والبحرين كمثال تطبيقي"، دار ابن حزم، لبنان، 2011.
- 133- يونس عبد الوهاب أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الأمين للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006.
- 134- يونس محمد، الوصال كمال أمين، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد للنشر، مصر، 2005.
- 135- يونس محمد، مبارك عبد النعيم، الوصال كمال أمين، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 2-2- رسائل الماجستير:**
- 136- آل غزوي حسين عبد الجليل، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية دراسة اختيارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، تخصص تحليل مالي، كلية الإدارة والاقتصاد، الأكاديمية العربية في الدانمارك.
- 137- باي مريم، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2008.
- 138- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية الأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، 2009_2010.
- 139- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011_2012.
- 140- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية "دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 الى غاية ديسمبر 2010"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأوراق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011_2012.

- 141- بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء: دراسة حالة شركة اسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006_2010، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: ادارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010_2011.
- 142- بنت سعد الحمود غدير، العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود السعودية، 2004.
- 143- بوزاهر نسرين، تمويل الاستثمارات السياحية في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2005_2006.
- 144- جابو سليم، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001 و2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012.
- 145- جمعون نوال، دور التمويل المصرفي في تمويل التنمية الاقتصادية دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في التسيير، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005.
- 146- حافظ فيصل نجيب، دور الاستثمار المباشر في تنمية اقتصاد المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع: إدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005.
- 147- خنيوة محمد الأمين، فعالية إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي دراسة حالة المؤسسة الاسمنت حامة بوزيان CSHB، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد منتوري، قسنطينة، 2007_2008.
- 148- دادن عبد الغفور، محاولة بناء نموذج الترشيح قرار الاستثمار في الأوراق المالية: حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، 2010-2011.
- 149- الداوي خيرة، تقييم كفاءة وآداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة ما بين 2005-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012.
- 150 - رزاق أسماء، آليات تمويل سياسة حماية البيئة في الجزائر دراسة حالة ولاية بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007_2008.
- 151- سحنون فاروق، قياس أثر بعض المؤشرات الكمية للاقتصاد الكلي على الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص التقنيات الكمية المطبقة في التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2009-2010.

- 152- سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية للتوريق في أزمة 2008 "دراسة تحليلية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011_2012.
- 153- سمور نبيل خليل طه، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 154- سودة زاهرة يونس محمد، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، فلسطين، 2006.
- 155- شعور مرداوي حبيبة، الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية ومحددات التنمية المستدامة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007-2008.
- 156- طالبى خالد، دور القرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010_2011.
- 157- طلبة أميرة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في البورصة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع الإدارة المالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008_2009.
- 158- العجاج فاطمة الزهراء، المعلومات: محرك لتطوير وتحسين نجاعة الأسواق المالية: دراسة قياسية لسوقي تونس والمغرب، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في التسيير الدولي للمؤسسات، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2009_2010.
- 159- العشي هارون، المشاريع الاستثمارية العمومية: مصادر وأساليب تمويلها "دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 1990_2010"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع نظرية التنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2002_2003.
- 160- علة محمد، الدولة وعدم الاستقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002_2003.
- 161- عيجولي خالد، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية المعاملات المالية دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ديسمبر 2006.
- 162- لولاشي ليلي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة "مساهمة القرض الشعبي الجزائري CPA" وكالة بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2005.

- 163- مبارك سامي، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات: دراسة مقارنة الجزائر، المغرب، تونس، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2003_2004.
- 164- محمد سعيد أبو وطفة، دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2009.
- 165- مسعودي حسام، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة، 2000-2009، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011_2012.
- 166- مسعي سمير، تسعير القروض المصرفية "دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007_2008.
- 167- ميلودي عبد العزيز، محددات تمويل الاستثمار في البنوك الإسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد الكمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006_2007.
- 168- بونس خالد عبد الرحمان جمعه، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم "دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
- 2-3- أطروحات الدكتوراه:**
- 169- آيت مولود، فاتح، حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، جويلية 2012.
- 170- أحمد جميل، الدور التنموي للبنوك الإسلامية دراسة نظرية تطبيقية "1980-2000"، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: التسيير جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 171- بابا عبد القادر، سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- 172- بعداش عبد الكريم، الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة "1996-2005"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر، 2008.

- 173- بن منصور ليليا، الشراكة الأورو متوسطية ودورها في استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر في المغرب العربي، الجزائر، تونس، المغرب، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، الشعبة: علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012، 2011.
- 174- بورحومة عبد الحميد، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، إعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة: 1994-2004، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، 2006.
- 175- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006.
- 176- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم، تخصص: القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 5-10-2013 .
- 177- سعيد يحيى، تقييم مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.
- 178- سويبي هوارى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لدرجة الدكتوراه دولة في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007_2008.
- 179- العبيكان عبد القادر، بن ناصر عبد الرحمان، التأمين التعاوني التعليمي تصور مقترح لاستثمار التأمينات في تمويل التعليم العالي السعودي، دراسة علمية مقدمة إلى قسم الإدارة التربوية والتخطيط كمتطلب أكاديمي لنيل درجة الدكتوراه في الإدارة التربوية والتخطيط، كلية التربية، جامعة أم القرى، السعودية، 2012.
- 180- العقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012_2013.
- 181- مريمت عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمؤشرات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عنابة، 2009-2010.
- 182- المنسي عبد المنعم، أحمد، محمد، تطوير الإفصاح المحاسبي بهدف تخفيض درجة عدم التأكد في تقدير العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المصرية دراسة تجريبية، دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر، 2007.
- 2-4- بحوق الملتقيات أو المؤتمرات:**
- 183- براق محمد، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية دولية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية _ الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 8_9 ماي 2004.

- 184- براق محمد، قمان مصطفى، نثرش فتيحة، مداخلة بعنوان أداء صناديق الاستثمار المسئولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامي، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان: الاقتصاد الإسلامي ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي 23 و 24 فيفري 2011.
- 185- البشي محمد، مبروك النعمان محمول، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، ملتقى دولي ثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق، جامعة الشلف، يومي 25،26 نوفمبر، 2008.
- 186- بن الضيف محمد عدنان، المسعود ربيع، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 23، 24 فيفري، 2011.
- 187- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعاتها، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، 20_21 أكتوبر، 2009.
- 188- بن ناصر، ف، بن الضب، علي، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية "دراسة قياسية ومقارنة بين بورصة ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة 1997_2010، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بعنوان الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، يومي: 23_24 فيفري 2011.
- 189- بومدين نورين، مداني أحمد، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، ملتقى دولي خامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، يومي 13، 14 ديسمبر، 2011.
- 190- حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى علمي دولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.
- 191- دبون عبد القادر، حاج محمد، الهاشمي، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر، مداخلة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، يومي 29_30 نوفمبر 2011.
- 192- الرفاعي خليل، الزمحي نزال، جلال محمود، أثر استخدام الحاسوب على خصائص المعلومات المحاسبية من وجهة نظر المستثمرين: دراسة حالة سوق عمان المالي، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السابع لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 2009.
- 193- الوزين عبد الله بن محمد، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي بعنوان: اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، أيام 16_18 مارس 1426هـ.

- 194- شوكمال عبد الكريم، سمير إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول الحامل لعنوان: "الاقتصاد الإسلام، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23، 24 فيفري 2011، المركز الجامعي غرداية.
- 195- عصماني عبد القادر، أهمية بناء الأنظمة لإدارة المخاطر لمواجهة الأزمات في المؤسسات المالية، ملتقى علمي دولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.
- 196- لجنة التنسيق العليا للأحزاب المعارضة الوطنية الأردنية، مداخلة بعنوان: نتائج وآثار الأزمة المالية والاقتصادية، المؤتمر الوطني للاقتصاد الوطني للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي، عمان في 20/3/2010.
- 197- لعمارة جمال، رابح حدة، تحديات السوق المالي الإسلامي، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006.
- 198- مركز البحوث والدراسات، استكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم الاقتصاد الوطني، ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد بعنوان السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول، الغرفة التجارية الصناعية بالرياض، قطاع البحوث ومنتدى الرياض الاقتصادي، رمضان 1426هـ.
- 199- المهائني محمد خالد، دور القطاع المصرفي في عملية التنمية في العالم العربي والتحديات التي تواجهه، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر المصرفي العربي لعام 2008 الذي ينظمه اتحاد المصارف العربية بمصر تحت عنوان: أهمية دور المصارف في عملية تنمية الاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، يومي 6 و7 أبريل 2008.
- 2-5- المجالات:**
- 200- المجالي إياد، خالد شلاش، الدروبي رانيا، أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة، 1994_2009، دراسة تحليلية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الرابع، 2011.
- 201- أوسرير منور، عليان نذير، حوافز الاستثمار الخاص المباشر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبية بن بوعلي الشلف_ الجزائر، العدد 02، ماي 2005.
- 202- بالي، حمزة، بالي مصعب، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤى اقتصادية، مجلة اقتصادية دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي _ الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر 2012.
- 203- بدر الخطيب حازم، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، العدد 11، ماي 2007.
- 204- بزاق محمد، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، دراسات اقتصادية، دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، جامعة الملك سعود، السعودية، العدد 08، جويلية 2006.

- 205- بن حاسين بن أعر، جديدين لحسن، بن بوزيان محمد، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، المغرب، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، جامعة سطيف، العدد 02، 2012.
- 206- بن رجب محمد خميسري، تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة _الجزائر، العدد19، جوان 2010.
- 207- بن علي بلعزوز، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد7، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009-2010.
- 208- حسنين سحر عباس، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسية"، كلية الإدارة والاقتصاد، مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد6، العدد3، 2008.
- 209- خضر حسان، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، السنة الثالثة، الكويت، مارس 2004.
- 210- الداوي الشيخ، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 2009، 07-2010.
- 211- رابيس حدة، دور السوق النقدية في تأمين سيولة النظام المصرفي، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 9، مارس 2006.
- 212- الزبيد، فراس خضري، أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة العراق، المجلد 12، العدد 3 لسنة 2010.
- 213- زيتوني عمار، مصادر تمويل المؤسسات مع دراسة للتمويل البنكي، مجلة العلوم الإنسانية، العدد09، جامعة محمد خيضر بسكرة _الجزائر، مارس2006.
- 214- زيود لطيف، قيطيم حسان، أحمد نغم، مكية فؤاد، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سورية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد29، العدد 1 لسنة 2007.
- 215- زيود لطيف وآخرون، The role of the accounting disclosure in the Security market in guiding the decision investment، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد، 2007.
- 216- شرابي عماد الدين، موساوي عبد النور، اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 مؤسسة مدرجة في cac40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة منتوري قسنطينة، العدد، 6، 2010.
- 217- شيخي بلال، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي، دراسات اقتصادية، دورية فصلية محكمة تصدر عن مركز البصيرة والاستشارات والخدمات التعليمية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، العدد 12، فيفري 2009.
- 218- طاهري فاطمة الزهراء، العقود المستقبلية كوسيلة لتسيير مخاطر السعر في الأسواق الزراعية، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، العدد 05، جوان 2009.

- 219- طلب الزيود عبد الناصر، أبو زيد محمد خير سليم، أثر الانترنت في الأسواق المالية " دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية"، مجلد9، جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007م.
- 220- علاونة عاطف، الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، سوريا، يومي 17، 18 نوفمبر 2008.
- 221- علي عبد الأحمد أبو البصل، المضاربة في بيع وشراء الأسهم دراسة فقهية مقارنة، مجلة الجامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد25، العدد 02، 2009.
- 222- العمري ريمة، ممدوح منى، زريقات زياد، اختبار عملي لآداء لستراتيجية dow_10 للاستثمار في بورصة عمان، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 8، العدد3، جامعة الأردن، 2012.
- 223- عنتر عمر، عنتر عثمان، تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال باختلاف نوع هذه الأسواق، ناشئة، متقدمة، مجلة علوم إنسانية، جامعة الأردن، السنة السابعة، العدد 45، 2010.
- 224- غالم عبد الله، عبد الغني ربح، دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الاقتصاد العالمي دراسة حالة: القرض السندي "سونطراك"، "رياض سطيف"، "مجمع صيدال"، "فندق الأوراس"، مجلة البحوث والدراسات، المركز الجامعي الوادي، الجزائر، العدد 06، جوان 2008.
- 225- غرابية فوزي، أرشيدات مروان، العلاقة بين بيئا المتغيرات الحسائية وبيئا السوق مقياسا للمخاطر النظامية للشركات المساهمة العامة الأردنية، دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد23، العدد03، 1996.
- 226- فخري سامر، صفاء عبيد، الحمود محمد، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دورية محكمة تعني بالعلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة، جامعة الأردن، 2010م.
- 227- قندوز عبد الكريم أحمد، إدارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، دورية محكمة تصدرها جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف _ الجزائر، العدد 09، 2012
- 228- محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة فرنسا، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات الجامعية، جامعة بسكرة الجزائر، يومي 21_ 22 نوفمبر، 2006.
- 229- محفوظ جبار، إختبار صيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة، 1999_ 2004 دراسة تجريبية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد العاشر، العدد الأول، 2007.
- 230- محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة، 1999_ 2001، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف _ الجزائر، العدد 03، 2004.
- 231- مرغاد لخضر، الخيارات المالية من المنظور اقتصاد المشاركة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة _ الجزائر، العدد17، نوفمبر 2009.

232- مصطفى عبد اللطيف، خروبي يوسف، تقدير العائد والمخاطرة باستخدام نموذج توازن الأصول المالية، مجلة رؤى اقتصادية، مجلة دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي _ الجزائر، العدد الخامس، ديسمبر 2013.

233- مفتاح صالح، العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 2، جوان 2002.

234- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية "دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة _ الجزائر، العدد 07، 2009_2010.

235- الوقار سيف وحيد، محمود رمو، محمد عبد الرزاق، استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية: دراسة عينة من الشركات المساهمة الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، تنمية الرافدين، العدد 100، المجلد 32، جامعة الوصل، سنة 2010.

236- يحيوي مفيدة، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 03، جامعة بسكرة _ الجزائر، أكتوبر 2002.

2-6- احصائيات وتقارير:

237- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي للسنوات 2008، 2009، 2010، 2011، 2012، 2013.

238- تقرير اقتصادي بعنوان: بورصة عمان تنهي تداولات 2007 على ارتفاع وتبدأ عام 2008 الأربعاء، على الموقع: www.arabic.xinhuanet.com/arabic/2007-12/31/content-552802.htm, 11/4/2014, 14:30.

239- التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات 2008-2013.

2-7- المواد والقوانين:

240- قانون الأوراق المالية، exchange.go/sites/default/Files/sec_lans_rabic.Pdf، تاريخ التصفح: 03:14، 18/03/2014.

241- المادة 3، 4 من أحكام المادة 65/ج من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002م.

242- المواد: 13، 14، 15، 17، 18 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

243- المادة 19 الفقرة ب من النظام الداخلي لبورصة عمان.

244- المادتين 24 و 27 من الفقرة أ، ب، ج، د، هـ من النظام الداخلي لبورصة عمان.

245- المادة 3: من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

246- المادة 3: من منشور تعليمات إدراج المادة المالية الصادرة بالإستناد لأحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 ولأحكام المادة 24/ب/1 من النظام الداخلي لبورصة لسنة 2004.

247- المادة 6: من منشور تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادر بالإسناد عمان لسنة 2004، على الموقع الإلكتروني: <http://194.165.74/ar/node/810,23/03/2014,15:07>.

248 - المواد: 1، 3، 4، 5، 6 من النظام الداخلي للرسوم والبدلات والعملات لسنة 2004.

249- المواد:4,5,6,7,9,12,14,17 من تعليمات حل المنازعات في بورصة عمان.

2-8-مراجع إلكترونية:

250- فاروق، رفيق، التهتموني، مقال حول: فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية "دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-2007"، على الموقع

صباحا 9.20 www.Shatharat.net/vb/Showthread.php?t=11034,12/3/2014/

251- مقال معروض على شبكة الانترنت، على الموقع الالكتروني وتاريخ الزيارة الآتين:

www.alrai.com/article/637540.html, 17/3/2014, 18:25

252- قسم الدراسات والبحوث، سلوك بورصة عمان في ظل أهم المؤشرات المالية

253- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا، الإسكوا، دراسات الحسابات القومية للمنظمة العربية، النشرة 32، نيويورك، 2012.

254- حسام، عايش، مقال بعنوان: عجز الموازنة والمديونية وانخفاض احتياطات العملات الأجنبية: أبرز تحديات الاقتصاد الأردني، ندوة الدستور، المنعقدة يوم الأربعاء 14-12-2011م، المعروضة على الموقع:

www.adduston.com/1633/ , 04/04/2014 , 15:20

255- حسام الدين، أحمد، ألف باء البورصة، عبر الموقع www.islamonline.com , 27/12/2013,

256- منتدى شبكة المحاسبين العرب، على الموقع:

www.acc4arab.com/acc/showthread.php?t=10508#, 4 wdgym5vGj8, 21/02/2014, 17:28.

2-9-مواقع على شبكة الانترنت:

255- <http://www.ase.com.jo/ar/node/836>, 22/03/2014, 13:50

256- <http://www.jordanie.com> , 24/03/ 2014 , 18.07 .

257-Exchange.jo/sites/default/sec.laws.arabic,PdF,18/03/2014, 14:03

258-www.ase.com.jo,20/3/2014 ,12-3-2014, 15.50.

259-www.ase.com.jo/ar/node/868,20-3-2014;12.25

260- www.jfra news.net/more_83267,04/04/2012, 14:33

261-www.ase.com.jor/ar/node/820, 15/04/2014, 10:30

262-<http://194.165.154.74/en/node/2522> ,16/3/2014 ,15:30

263 - <http://alambat.Net/post-43943-htm>, 31/3/2014, 11:20.

264 - <http://www.hashd-ahali.org.jo/main/ahali?p=21271#.UZLC-S45NnM>,31/3/2014

265 -<http://alambat.net/port-43943.htm>,31/3/2014,11:20.

266- <http://www.maqar.com/?id=428.3>,31/3/2014,11:30

267-<http://www.abai.com/article/626586.htm> ,10/4/2014 ,10:50-291

268_ www.ase.com.jo/ar/ ,12/4/2014, 9:45. 292

269-www.ammanxchange.com/art.php?id=98626319fa680dbeb8990cae5bb56509826, 31/03/2014 ,12:30

270-<http://194.165.154.74/ar/node/840>, 25/03/2014, 14:28 .

271-<http://194.165.154-74/ar/node/862> ,25/3/2014 ,11:0 4

272-<http://149.165.74/AR/node/838>, 25/03/2014, 11.15

273-www.sahafi.jo/files/1238386763c168d9744614f25coc2c6001c8c930.html, 8/4/2014, 13.

2- المراجع باللغات الاجنبية:

1-livres

274 -edition d organization, France, 2000. Bernard barthelemy, Gestion des risques

274-Bertrand Jacquillat, Brono solnik, Lesmarchès Finonciers: gestion du portefeuille et des
Sound, 3èdition, 1997. risques

275 - edvuibert, France, 1997. J.T'eulie, P.Topscalion, Finance

New Work Institute of ,276- J.John Murphy, Technical analysis of the Finoncial Market
Finonce, PrenticeHall, USA, 1999.

World Bank, working ,277- Jack, glen, international comparison of stock trading practices
papers unpublished, February, 1995.

278-Finance, 2e, vubert, Paris, 1997. Jacques T'èulie, Patrick Topscalian

279 -James Chen, Essentials of Technical analysis for Finoncialnar Kets, Tohn wiles and
sons, INC, 2010.

280- Jean François susbielle, Combrendrela bourse sur internet ,Edition d'organisation,
France, 2001

281 -John c .hull, options, eutures, and other deveratives ,prentice hall, toronti, 5th edition,
2003.

282 -Josette peyrad ,Gestion Financiers internationaux ,edition vuitert, 5e edition, France.

283-N.Kahn, Michael, T'èchnical analysis plain and simple ,Pearson Education, INC, New
Jersy, 3rd, 2010

284 mc Graw-Hill, USA, 2004, -Robert w.ward, option and option trading .

285 -Sylvie de Consergues, La Gestion de la Banque ,edition Rounud, 2èmè edition, France.

286-Vialles, Rodolphe, Savoir investir en bourse internet ,2eme èdition, vuibert, France, 2005.

قائمة الملاحق

الملحق رقم: 1: التقسيمات الجديدة للشركات حسب السوق (الأول والثاني والثالث).

شركات السوق الأول			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
البنك الإسلامي الأردني	JOIB	111001	1
البنك الأردني الكويتي	JOKB	111002	2
البنك التجاري الأردني	JCBK	111003	3
بنك الاسكان للتجارة والتمويل	THBK	111004	4
بنك الاستثمار العربي الأردني	AJIB	111005	5
بنك الإتحاد	UBSI	111007	6
بنك المؤسسة العربية المصرفية/الأردن	ABCO	111009	7
البنك الاستثماري	INVB	111014	8
بنك سوميته جنرال - الأردن	SGBJ	111020	9
بنك القاهرة عمان	CABK	111021	10
بنك الأردن	BOJX	111022	11
البنك الأهلي الأردني	AHLI	111033	12
البنك العربي	ARBK	113023	13
النسر العربي للتأمين	AAIN	121003	14
التأمين الأردنية	JOIN	121004	15
القدس للتأمين	JERY	121007	16
الفنادق والسياحة الأردنية	JOHT	131003	17
الكهرباء الأردنية	JOEP	131004	18
العربية الدولية للفنادق	AIHO	131005	19
الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	SHIP	131012	20
المؤسسة الصحفية الأردنية /الراي	PRES	131013	21
الاسواق الحرة الأردنية	JDFS	131022	22
السلام الدولية للنقل والتجارة	SITT	131034	23
الزرقاء للتعليم والاستثمار	ZEIC	131051	24
العربية الدولية للتعليم والاستثمار	AIEI	131052	25
العربية للاستثمارات المالية	AFIN	131070	26
النقلات السياحة الأردنية /جت	JETT	131080	27
المتحدة للاستثمارات المالية	UCFI	131090	28
الدولية للفنادق والاسواق التجارية	MALL	131098	29
الاتصالات الأردنية	JTEL	131206	30

شركات السوق الأول			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
البتراء للتعليم	PEDC	131221	32
فيلاذلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	PIEC	131222	33
الأمل للاستثمارات المالية	AMAL	131231	34
عمد للاستثمار والتنمية العقارية	AMAD	131234	35
المعاصرون للمشاريع الاسكانية	COHO	131241	36
أفاق للطاقة	MANE	131286	37
العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	AALU	141006	38
دار الدواء للتنمية والاستثمار	DADI	141012	39
مصنع الأجواخ الأردنية	JOWM	141014	40
مناجم الفوسفات الأردنية	JOPH	141018	41
الاستثمارات العامة	GENI	141029	42
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	WOOD	141038	43
مصانع الاسمنت الأردنية	JOCM	141042	44
النيوتاس العربية	APOT	141043	45
الإقبال للاستثمار	EICO	141048	46
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	UMIC	141052	47
حديد الأردن	JOST	141070	48
مصنع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	UTOB	141074	49
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	AIFF	141092	50
العربية لصناعة المواسير المعدنية	ASPMM	141098	51
الأردنية لإنتاج الأدوية	JPHM	141204	52
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	MBED	141209	53
الحياة للصناعات الدوائية	HPIC	141210	54
مصفاة البترول الأردنية / جوبترول	JOPT	142041	55

شركات السوق الثاني			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
بنك الأردن دبي الإسلامي	JDIB	111006	1
بنك المال الأردني	EXFB	111017	2
الشرق الأوسط للتأمين	MEIN	121002	3
التأمين العامة العربية	GARI	121005	4
ديقا للتأمين	DIQL	121006	5
المتحدة للتأمين	UNIN	121008	6
الأردنية الفرنسية للتأمين	JOFR	121009	7
الأراضي المقدسة للتأمين	HOLI	121010	8
اليومك للتأمين	YINS	121011	9
الشرق العربي للتأمين	AOIC	121014	10
الأردنية الإماراتية للتأمين	JEIC	121015	11
العرب للتأمين على الحياة والعوائد	ARIN	121017	12
فيلانفيا للتأمين	PHIN	121018	13
الاتحاد العربي الدولي للتأمين	AIUI	121020	14
التأمين الوطنية	NAAI	121021	15
الأردن الدولية للتأمين	JUIC	121022	16
المجموعة العربية الأوروبية للتأمين	AMMI	121023	17
التأمين الإسلامية	TIIC	121025	18
المتوسط والخليج للتأمين-الأردن	MDGF	121032	19
داركم للاستثمار	DRKM	121033	20
الأولى للتأمين	FINS	121034	21
البلاد للخدمات الطبية	ABMS	131002	22
كهرباء محافظة إربد	IREL	131010	23
الأردن دبي للأموال	JDPC	131017	24
المحافظة الوطنية للأوراق المالية	MHFZ	131018	25
الجمعيات للمشاريع السياحية	TAJM	131019	26
المركز الأردني للتجارة الدولية	JITC	131023	27
الاستثمارية القابضة للمغتربين الأردنيين	JEIH	131025	28
الموارد للتنمية والاستثمار	JOMA	131027	29
الأردنية للصحافة والنشر /النستور	JOPP	131030	30
البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	MDTR	131035	31

شركات السوق المحلي			
التسلسل	الرقم	الرمز	اسم الشركة
32	131039	JOIT	ثقة للاستثمارات الاردنية
33	131062	JOTF	التسهيلات التجارية الاردنية
34	131064	ABLA	الأهلية للمشاريع
35	131065	DMAN	الضمان للاستثمار
36	131067	ZARA	زارة للاستثمار القابضة
37	131069	UINV	الاتحاد للاستثمارات المالية
38	131071	JLGC	الاردنية لضمان القروض
39	131073	ULDC	الاتحاد لتطوير الأراضي
40	131076	JNTH	التجمعات لخدمات التغطية والسكان
41	131077	SPIC	التجمعات الاستثمارية المتخصصة
42	131078	AIPC	الشرق للمشاريع الاستثمارية
43	131081	SPTI	للمتخصصة للتجارة والاستثمارات
44	131082	AEIV	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية
45	131083	ALFA	الاردنية للاستثمار والنقل السياحي / الفا
46	131086	SIIC	الاردنية للاستثمارات المتخصصة
47	131087	REDV	تطوير العقارات
48	131088	EJAD	إعادة للاستثمارات المالية
49	131089	AAFI	الامين للاستثمار
50	131093	ITSC	مدارس الاتحاد
51	131097	CEIG	مجموعة العصر للاستثمار
52	131101	PETT	المحفظة العقارية الاستثمارية
53	131105	JMRC	الاردنية لاعادة تمويل الرهن العقاري
54	131207	CICO	المجموعة الاستثمارية الاستثمارية
55	131208	NAQL	القابضة للنقل والاستثمار
56	131211	JPTD	الأردن لتطوير مشاريع السياحة
57	131213	RJAL	عالية - الخطوط الجوية الملكية الأردنية
58	131218	REAL	الشرق العربي للاستثمارات العقارية
59	131219	BIND	بندار للتجارة والاستثمار
60	131224	IBFM	العالمية للوساطة والأسواق المالية
61	131225	INMA	الاتحاد العربية للتجارة والاستثمارات العالمية

شركات السوق الثاني			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
بيت الاستثمار للخدمات المالية	INVH	131226	62
مجموعة لوفتك للتقنية	OFTC	131228	63
العقارية الأردنية للتنمية	JRCD	131229	64
وادي الشفا للاستثمارات السياحية	WIVA	131235	65
الإحداثيات العقارية	IHCO	131236	66
إعمار للتطوير والاستثمار العقاري	EMAR	131237	67
نوبار للتجارة والاستثمار	NOTI	131238	68
ميثاق للاستثمارات العقارية	MEET	131240	69
زهرة الأردن للاستثمارات العقارية والفنادق	ZAHI	131242	70
مسافات للنقل المتخصص	MSFT	131243	71
الكفاءة للاستثمارات العقارية	HIPR	131246	72
اتحاد المستثمرين العرب للتطوير العقاري	UNAI	131247	73
شيكو للأوراق المالية	SHBC	131248	74
السليل الدولية للاستثمارات الإسلامية (القابضة)	SANA	131249	75
البلاد للأوراق المالية والاستثمار	BLAD	131250	76
الأولى للتمويل	FFCO	131251	77
الأردنية للإدارة والاستشارات	JOMC	131252	78
الأردن الدولية للاستثمار	JIIG	131253	79
الجميل للاستثمارات العامة	JMIL	131254	80
النيرة للاستثمار والتطوير العقاري	DERA	131255	81
التصور للمشاريع العقارية	PRED	131257	82
المستقبل العربية للاستثمار	FUTR	131258	83
اتفاق للاستثمار والتطوير العقاري القابضة	MANR	131259	84
حائق بابل المعقدة للاستثمارات	SALM	131260	85
الركائز للاستثمار	RICS	131261	86
مجموعة ريم للنقل والاستثمار السياحي	RUMM	131262	87
البطولات العالمية	CARD	131263	88
التحديث للاستثمارات العقارية	THDI	131265	89
الكفاءة للاستثمارات المالية والاقتصادية	KAFA	131267	90
المهنية للاستثمارات العقارية والإسكان	PROF	131270	91
أبعاد الأردن والإمارات للاستثمار التجاري	JEDI	131271	92

شركات السوق الثاني			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
المؤنجة للمطاعم	FOOD	131272	93
دارات الأردنية القابضة	DARA	131274	94
سباتك للاستثمار	SABK	131275	95
الشراع للتطوير العقاري والاستثمارات	SHRA	131278	96
مستشفى ابن الهيثم	IBNH	131279	97
الإسراء للاستثمار والتمويل الإسلامي	ISRA	131282	98
سرى للتنمية والاستثمار	SURA	131283	99
مسكن الأردن لتطوير الأراضي والمشاريع الصناعية	MSKN	131284	100
صون التولية للاستثمارات المتعددة	AMON	131285	101
الانتقائية للاستثمار والتطوير العقاري	ENTK	131287	102
الصفوة للاستثمارات المالية	SFWA	131289	103
العبور للنقل والشحن	TRUK	131290	104
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	JPPC	141002	105
الابلان الأردنية	JODA	141004	106
العمارة للمعدن	GENM	141005	107
الصناعة التجارية الزراعية / الإنتاج	ICAG	141009	108
المتصدرة للأصل والمشاريع	ACDT	141010	109
مصانع الخزف الأردنية	JOCF	141015	110
مصانع الورق والكرتون الأردنية	JOPC	141017	111
الأردنية لصناعة الأثاث	JOPI	141019	112
المركز العربي للصناعات النولية	APHC	141023	113
الجنوب لصناعة القلائد	AJFM	141024	114
الصناعات الكيماوية الأردنية	JOIC	141026	115
العالمية للصناعات الكيماوية	UNIC	141027	116
الصناعات والكبريت الأردنية / جيمكو	INMJ	141032	117
المتكاملة لتطوير الأراضي والاستثمار	ATTA	141036	118
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	WIRE	141039	119
الوطنية لصناعة الكلورين	NATC	141054	120
الموارد الصناعية الأردنية	JOIR	141055	121
الزري لصناعة الألبسة الجاهزة	ELZA	141061	122
الباطون الجاهز والتوريدات الانتشائية	RMCC	141065	123

شركات السوق الثاني			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
العربية للصناعات الكهربائية	AEIN	141072	124
الشرق الاوسط للصناعات الدوائية والكيمائية والمستلزمات الطبية	MPHA	141073	125
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	IENG	141077	126
الدولية للصناعات الخزفية	ICER	141078	127
الوطنية للدواجن	NATP	141084	128
المتكاملة للمشاريع المتعددة	INOH	141086	129
الوطنية لصناعات الالمنيوم	NATA	141091	130
دار الغذاء	NDAR	141094	131
الاقبال للطباعة والتغليف	EKPC	141100	132
البترول الوطنية	NAPT	141103	133
مجمع الضليل الصناعي العقاري	IDMC	141106	134
الاتحاد للصناعات المتطورة	UADI	141110	135
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	JVOI	141141	136
الدولية لصناعات السيليكا	SLCA	141170	137
شركة الترافرتين	TRAV	141203	138
القدس للصناعات الخرسانية	AQRM	141208	139
اتحاد النجاجون العرب	ARWU	141212	140
الألبسة الأردنية	CJCC	141213	141
أساس للصناعات الخرسانية	BLOK	141214	142
مصانع الكابلات المتحدة	UCIC	141215	143
الصناعات البتروكيمياوية الوسيطة	IPCH	141217	144
الفتاحون العرب للاستثمار	FATI	141218	145
فيلادلفيا لصناعة الأدوية	PHIL	141219	146
المتحدة لصناعة الحديد والصلب	MANS	141220	147
سنيرة للصناعات الغذائية	SNRA	141222	148
اسمنت الشمالية	NCCO	141224	149

شركات السوق الثالث			
التسلسل	الرقم	الرمز	اسم الشركة
1	121012	GERA	جراما للتأمين
2	121013	ARSI	المنارة للتأمين
3	121024	AGICC	العربية الامانية للتأمين
4	121026	ARAS	الضامنون العرب
5	121027	ARGR	المجموعة العربية الاردنية للتأمين
6	121031	ARAI	البركة للتكافل
7	131011	VFED	الشامخة للاستثمارات العقارية والمالية
8	131055	TRTR	الثقة للنقل الدولي
9	131079	UAIC	المستثمرون العرب المتحزون
10	131092	ARED	عرب للتنمية العقارية
11	131217	IEAI	المستثمرون والشرق العربي للاستثمارات الصناعية والعقارية
12	131223	DKHS	درويش الخطيبى و اولاده
13	131227	AMWL	أموال الفست
14	131230	SECO	الجنوب للإلكترونيات
15	131232	CEBC	القابض الوطنية للاستثمار والتصدير
16	131239	TAMR	الأردنية للتعمير المساهمة لعلمة الملبضة
17	131244	AWTD	أوند للاستثمارات المتحدة
18	131245	MEDI	الشرق الأوسط للاستثمارات المتحدة
19	131256	ABUS	المتكاملة للنقل المتعدد
20	131264	LEAS	المتكاملة للتأجير التمويلي
21	131268	THMA	تهامة للاستثمارات المالية
22	131269	FRST	الأردن الأولى للاستثمار
23	131280	UGHI	المجموعة المتحدة القابضة
24	131288	UGLT	المجموعة المتحدة للنقل البري
25	141003	APCT	العربية للمشاريع الاستثمارية
26	141011	NAST	الوطنية لصناعة الصلب
27	141021	ICMI	الدولية للاستثمارات الطبية
28	141031	WOOL	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية
29	141045	JOWL	الأردنية لصناعات الصوف الصخري
30	141058	LIPO	انجاز للتنمية والمشاريع المتحدة
31	141059	JNCC	الشرق الأوسط للكتابات المتخصصة / مسك الأردن

شركات السوق الثالث			
اسم الشركة	الرمز	الرقم	التسلسل
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	PERL	141081	32
مجمع الشرق الاوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	MECE	141097	33
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	AMAN	141105	34
الاستثمارات والصناعات المتكاملة	INTI	141117	35
الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	FNVO	141205	36
العامة لصناعة وتسويق الخرسانة الخفيفة	GLCI	141211	37
الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي	JOSE	141216	38
رخام الأردن	JMCO	141221	39

ملحق رقم: 02: جداول الإصدارات الأولية

جدول رقم:1: الإصدارات الأولية للشركات المساهمة العامة التي قامت بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص ورسملة الديون والاندماج خلال عام 2010.

الرقم	اسم الشركة	عدد الأسهم المعروضة	طريقة تغطية أسهم الزيادة	سعر الإصدار	عدد الأسهم المغطاة	قيمة الأسهم المغطاة بالدينار	تاريخ موافقة الهيئة
01	البركة للتكافل	2.255.203	خاص للمساهمين بنشرة	1.00	1.753.698	1.753.698	2010/1/19
02	المتكاملة للنقل المتعدد	15.000.000	تخصيصها لشريك استراتيجي شركة سيتي جروب م.ع الكويت	1.00	2,085,685	2,085,685	2010/10/1
03	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي.	1.000.000	خاص للمساهمين بنشرة	0.75	0	0	2010/10/1
04	الدباغة الأردنية	123.027	تغطية أسهم غير مكتتب بها	1.00	78,681	78,681	2010/12/14
05	أمواج العقارية	6.598.592	تغطية أسهم غير مكتتب بها عن طريق تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	1.00	99,900	99,900	2010/1/5
06	الانتقائية للاستثمار والتطوير العقاري.	3.576.940	تغطية أسهم غير مكتتب بها عن طريق العرض العام.	1.00	45,000	45,000	2010/5/4
07	أعمار للتطوير والاستثمار العقاري.	.3.214.330	تغطية أسهم غير مكتتب بها عن طريق تخصيصها لأعضاء مجلس الإدارة والبالغ عددهم ست أعضاء حيث بالفعل يبلغ عددهم سبع أعضاء ولكن تم استثناء عضو	1.00	100	100	2010/11/18

ملحق رقم: 02: جداول الإصدارات الأولية

جدول رقم:1: الإصدارات الأولية للشركات المساهمة العامة التي قامت بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص ورسملة الديون والاندماج خلال عام 2010.

2010/1/5	4.829.141	4.829.141	1.00	تغطية أسهم غير مكتتب بها عن طريق تخصيصها لبنك يونيكورن للاستثمار.	4.829.141	التجمعات للمشاريع السياحية	08
.2010/5/4	6.000.000	6.000.000	1.00	تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	6.000.000	التجمعات للمشاريع السياحية	09
2010/5/4	8.550.000	9.000.000	0.95	تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	9.000.000	شركة أوتاد للاستثمارات المالية والعقارية.	10
2010/10/12	3.430.000	7.000.000	0.49	تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	7.000.000	المستثمرون العرب المتحدون.	11
2010/10/12	4.067.598	4.067.598	1.00	خاص للمساهمين بنشرة.	5.300.000	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي.	12
2010/10/12	5.000.000	5.000.000	1.00	زيادة رأسمال الشركة عن طريق تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	5.000.000	التجمعات للمشاريع السياحية.	13
2010/12/20	30.000.000	50.000.000	0.60	تخصيصها لشركاء استراتيجيين.	50.000.000	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة.	14

ملاحظة: يتوجب على الشركات المساهمة العامة التي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب عن طريق الإصدار العام لمساهميها أن تقوم ببيع الأسهم غير المكتتب بها.

جدول رقم:2: الأسهم التي تم اصدارها في أعوام سابقة وتمت تغطيتها في 2010.

الرقم	اسم الشركة	طريقة تغطية أسهم الزيادة	سعر الإصدار	عدد الأسهم المغطاة	قيمة الأسهم المغطاة بالدينار	تاريخ موافقة الهيئة
01	الوطنية لصناعة الصلب.	خاص للمساهمين بنشرة اصدار	1.00	342,562	342,562	2009/12/14
02	وادي الشتة للاستثمارات العامة.	اكتتبت شركة عين سين هولدينغ وهو عضو مجلس ادارة عن طريق صفقة من خلال السوق.	1.00	2, 085,685	2, 085,685	2010/10/1
03	الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	بيع من خلال السوق(حيث تمثل هذه الاسهم حصة الضمان من الاككتاب وبالتالي فهي محظورة ولكن تم فك الحظر ليتسنى بيعها في السوق).	0.75	0	0	2010/10/1
04	الكابلات الأردنية الحديثة.	تمديد البيع من خلال السوق	1.00	78,681	78,681	2009/12/14
05	الأهلية للمشاريع.	بيع من خلال السوق	1.00	99,900	99,900	2010/1/5
06	الاهلية للمشاريع.	بيع من خلال السوق.	1.00	45,000	45,000	2010/5/4
07	السلفوكيماويات الأردنية.	تمديد فترة عرض بيع الاسهم غير المكتتب بها من خلال السوق.	1.00	100	100	2009/11/18

جدول رقم:3: الاصدارات الأولية للشركات الناتجة عن تحول الصفة القانونية الى مساهمة عامة والشركات القائمة التي تم تسجيلها لدى الهيئة لأول مرة منذ العام 2010.

الرقم	اسم الشركة	رأس المال المصرح به (دينار)	رأس المال المكتتب به من قبل المؤسسين	عدد الأسهم المعروضة	قيمة الأسهم المعروضة دينار	عدد الأسهم المعطاة	قيمة الأسهم المعطاة دينار	قيمة رأس المال المكتتب به بعد الطرح	موافقة الهيئة على التسجيل
01	سنيورة للصناعات الغذائية/ متحولة	9.494.422	9.494.422	0	0	0	0	9.494.422	2010/01/05
01	العربية الحديثة للتعليم الخاص/ متحولة.	3, 000,000	3, 000,000	0	0	0	0	3.000.000	2010/10/12
01	سنبلسكب المعادن /متحولة	720,000	720,000	0	0	0	0	720,000	2010/12/23
02	شركة الضمان للاستثمار / شركة قائمة سجلت لدى الهيئة لأول مرة	10, 000,000	10.000.000	0	0	0	0	10, 000,000	2010/09/07

جدول رقم:4: الشركات التي قامت بزيادة رأسمالها عن طريق رسملة الأرباح المدورة وعلاوة الاصدار والاحتياطات خلال العام 2010.

الرقم	اسم الشركة	عدد الأسهم المصدرة	قيمة الأسهم المصدرة دينار	تاريخ موافقة الهيئة	تاريخ حق المساهم.
1	البنك الاستثماري	7.500.000	7.500.000	2010/5/4	2010/5/18
2	بنك القاهرة عمان	12.000.000	12.000.000	2010/5/24	2010/6/7
3	كابيتال بنك	17.720.000	17.720.000	2010/6/8	2010/6/22
4	البنك التجاري الأردني	7, 305,375	7, 305,375	2010/6/8	2010/6/22

قائمة الملاحق

2010/7/20	2010/7/6	9, 080,937	9, 080,937	بنك المؤسسة العربية المصرفية.	5
2010/12/22	2010/12/8	25,000,000	25,000,000	الأردن دبي الاسلامي.	6
2010/5/18	2010/5/4	2,150,000	2,150,000	الشرق العربي للتأمين.	7
2010/6/22	2010/6/8	2,000,000	2,000,000	الشرق الأوسط للتأمين.	8
2010/6/30	2010/6/16	1, 650,000	1,650,000	الأردن الدولية للتأمين.	9
2010/5/2	2010/4/18	2,500,000	2,500,000	أموال انفست.	10
2010/6/7	2010/5/24	850,000	850,000	مسافات للنقل المتخصص.	11
2010/6/7	2010/5/24	500,000	500,000	البلاد للأوراق المالية والاستثمار.	12
2010/6/22	2010/6/8	3, 000,000	3, 000,000	المتحدة للاستثمارات المالية.	13
2010/6/22	2010/6/8	240,000	240,000	الجميل للاستثمارات العامة .	14
2010/6/30	2010/6/16	7, 431,425	7, 431,425	اكاديمية الطيران الملكية الأردنية.	15
2010/08/24	2010/08/10	700,000	700,000	مجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي.	16
2010/8/24	2010/8/10	736,159	736,159	البطاقات العالمية.	17
2010/10/4	2010/9/20	1, 800,000	1, 800,000	السلام الدولية للنقل والتجارة.	18
2010/6/22	2010/6/8	300,000	300,000	الألحسة الأردني	19
2010/7/6	2010/6/22	1, 000,000	1, 000,000	فيلادلفيا لصناعة الادوية.	20
2010/8/24	2010/8/10	600,000	600,000	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية.	21

جدول رقم:5: الشركات التي قامت بطرح أسناد قرض خلال العام 2010.

الرقم	اسم الشركة	تاريخ الاصدار	عدد الأسهم المغطاة	قيمة الإسناد المغطاة بالدينار	تاريخ الاستحقاق	سعر الفائدة	تاريخ موافقة الهيئة
01	مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية الثقيلة/ عرض غير عام	2010-2-24	7065	10.018.170	2013-2-24	تحمل سعر فائدة متغير يساوي سعر الفائدة لايبور لثلاثة أشهر على الدولار الأمريكي مضافا اليه هامش مقداره 300 نقطة أساس على أن لا يقل سعر الفائدة المطبق في أي وقت من الاوقات عن 7%.	2010-2-3
02	الرهن العقاري/ اسناد	2010-2-18	1000	10.000.000	2013-2-18	5.11 %	2009-2-10
03	الرهن العقاري/ اسناد	2010-2-25	8750	8.750.000	2011-2-24	3.15 %	2009-2-10
04	الرهن العقاري/ اسناد	2010-3-1	5000	5.000.000	2011-3-1	3.15 %	2009-2-10
05	الرهن العقاري/ اسناد	2010-4-12	3000	3.000.000	2015-4-12	5.42 %	2009-2-10
06	الرهن العقاري/ اسناد	2010-4-27	8000	8.000.000	2011-4-27	3.05 %	2009-2-10
07	الرهن العقاري/ اسناد	2010-5-10	5000	5.000.000	2011-5-10	3.25 %	2009-2-10
08	الرهن العقاري/ اسناد	2010-5-20	5000	5.000.000	2011-5-19	3.69 %	2009-2-10
09	الرهن العقاري/ اسناد	2010-6-13	7000	7.000.000	2012-6-13	5.00 %	2009-2-10
10	الرهن العقاري/ اسناد	2010-7-28	3000	3.000.000	2011-7-28	4.10 %	2009-2-10
11	الرهن العقاري/ اسناد	2010-10-19	4000	4.000.000	2011-10-19	3.08 %	2009-2-10
12	الرهن العقاري/ اسناد	2010-11-10	15.000	15.000.000	2013-11-10	4.96 %	2009-2-10
13	العربية الدولية للفنادق/اسناد	2010-8-10	1000	10.000.000	2015-8-10	6.75 %	2010-7-6

