



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خلدون - تيارت-



كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير

قسم: علوم التسيير

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: ادارة مالية

الموسومة بـ:

محددات الإستثمار المحفظي وأثره على كفاءة سوق الأوراق المالية

دراسة مقارنة بين سوق الجزائر وسوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2017

الأستاذ المشرف :

د: عدة عابد

إعداد الطالبتين:

عابد نوال

مشتي نصيرة

لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة العلمية	اعضاء اللجنة
رئيسا	أستاذ محاضر "ب"	د. بن صوشة ثامر
مشرفا	أستاذ محاضر "ب"	د. عدة عابد
مناقشا	أستاذ مساعد "أ"	أ. بوزكري جمال

السنة الدراسية: 2018-2019



شكر و عرفان

نشكر الله العلي القدير الذي أنار لنا درب العلم، ونحمده حمدا يليق بجلاله وعظيم سلطانه، على توفيقه لنا في إتمام البحث، والصلاة والسلام على من لا نبي بعده، سيدنا ونبينا محمد صلى الله عليه وسلم، خير العالمين

وسيد البشرية أجمعين.

وقوفا عند قوله صلى الله عليه وسلم " من لم يشكر الناس لم يشكر الله " فلا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر الخاص العميق مقرونا بجزيل العرفان والامتنان إلى كل من أعاننا على إنجاز هذا البحث نخص بالذكر الأستاذ الفاضل الدكتور " عدة عابد " على قبوله وتفضله بالإشراف على هذا البحث، وعلى توجيهاته وتصويباته القيمة

وتحفيزاته المتواصلة، فلك منا أستاذنا الفاضل كل الشكر والتقدير والاحترام وجزاك الله عنا خير الجزاء.

الأستاذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم وقبولهم تقييم هذا البحث ومناقشته، فلكم منا كل الشكر والتقدير والاحترام.

وطبعا لا يفوتنا أن نتقدم بأسى عبارات الشكر بعظيم الإمتنان إلى والدينا الكريمين حفظهما الله ورعاهما على تحفيزاتهم ودعواتهم المتواصلة وكل ما قدموه لنا من تسهيلات لإنجاز البحث.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى جميع أفراد العائلة الكريمة فهم أهل للفضل والشكر.

فلكم منا جميعا جزيل الشكر وعظيم الإمتنان.

إهداء

إلى الذي أحب الشقاء لأجل سعادتي، إلى من كلت أنامله ليقوم لنا لحظة سعادة، إلى من حصد الأشواق عن دربي ليمهد لي طريق العلم، إلى من كد ووجد ثم غلب حتى وصلت إلى هدي أبي الغالي.

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضئ لي درب الحياة، إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات، إلى التي تعبت حتى يكون نصبي النجاح إلى ملاكي في الحياة أُمي الحبيبة.

إلى من قاسمني في حب الوالدين إخوتي الأعزاء وفقهما الله في عملها و أنار الطريق أمامهما. وإلى فرحة البيت أبناء إخوتي: عبد الحق، إلياس، صهيب، إبراهيم، محمد، مريم، حياة، سلسبيل، مروة.

وإلى كل أفراد العائلة.

إلى من عرفت معهم سنفونية الود و الصداقة والإحترام صديقاتي العزيزات: ميمونة، رشا، أسماء، أمينة.

وإلى من عملت معي بكد بغية إتمام هذا العمل صديقي نصيرة.

إلى أحبتي بلا استثناء، مادامت الحياة صفحات درجها الإخلاص و الوفاء.

نوال

إهداء

«الحمد لله عزوجل على منه لإتمام هذا البحث»

إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها إلى التي صبرت
على كل شيء ورعتني حق الرعاية وكانت سندي في الشدائد بدعواها لي بالتوفيق إلى نبع الحنان
وأعز ملاك على القلب والعين أُمي جزاها الله عنها خير الجزاء في الدارين

إلى من سعى وشقى لأنعم بالراحة والهناء إلى من يدفعني قدما نحو الأمام المبتغى إلى الذي لم
يبخل بشيء من أجل دفعي في طريق النجاح الذي علمني أن ارتقي سلم الحياة بحكمة وصبر إلى
أبي الغالي أطال الله في عمره

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكرهم فؤادي إلى إخوتي وأخواتي الذين تقاسموا معي عبء
الحياة اهدي إليهم هذا العمل المتواضع لأدخل على قلوبهم شيئا من السعادة
إلى من سرنا سويا ونحن نشق الطريق نحو النجاح والإبداع إلى من تكاتفنا يدا بيد ونحن نقطف
زهرة العلم إلى صديقاتي وزميلاتي

إلى من علمونا حرفا من ذهب وكلمات من درر إلى من صاغولنا علمهم منارة تنير لنا سيرة العلم
والنجاح نشكر الأساتذة الكرام على توجيهاتهم لنا والتي نعمل بها في المستقبل وإلى الدكتور عابد
عدة الذي كلما تظلمت الطريق أمامي أنارها لي

من بين طيات هذا الأمل نرجو من الله العلي القدير أن يتقبله منا خالصا لوجهه الكريم وان
نكون قد وفينا الحق في تقديمه وان يجمعنا ممن بلغا رسول الله صلى الله عليه وسلم ولو بآية
وأخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على اشرف الخلق والمرسلين

مشتي نصيرة

فهرس الموضوعات

فهرس الموضوعات

كلمة شكر

اهداء

قائمة الجداول و الأشكال

فهرس الموضوعات

مقدمة: أ- و

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

- تمهيد: 2
- المبحث الأول : مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية 3
- المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها وأنواعها 3
- المطلب الثاني: وثائق ومميزات سوق الأوراق المالية 9
- المطلب الثالث: العوامل الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية و أركانها. 11
- المبحث الثاني : مؤشرات سوق الأوراق المالية 15
- المطلب الأول : تعريف المؤشرات المالية و أهميتها 15
- المطلب الثاني : الإستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية 16
- المطلب الثالث : أهم مؤشرات السوق المالية العالمية 18
- المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية 20
- المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية 20
- المطلب الثاني : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية 23
- المطلب الثالث: مستويات السوق الكفاء 24
- خلاصة الفصل : 26

الفصل الثاني: عموميات حول المحافظ الإستثمارية

تمهيد:	28
المبحث الأول: مفاهيم حول المحفظة الإستثمارية	29
المطلب الأول: طبيعة ومفهوم المحفظة الإستثمارية	29
المطلب الثاني: أنواع ومحددات المحفظة الإستثمارية	33
المطلب الثالث: مكونات المحفظة الإستثمارية	36
المبحث الثاني: أهم الضوابط وأساليب تكوين المحفظة وكيفية قياس أدائها:	49
المطلب الأول: ضوابط بناء وسياسة تكوين المحفظة الإستثمارية	49
المطلب الثاني: أساليب تنوع المحفظة الإستثمارية	51
المطلب الثالث: قياس أداء المحفظة الإستثمارية	53
المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية	59
المطلب الأول: المخاطر المرتبطة بالسندات	59
المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالأسهم	61
المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالمشتقات	64
خلاصة الفصل :	66

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لأثر محددات الإستثمار المحافظي على سوق الجزائر و سوق عمان

للأوراق المالية

تمهيد :	68
المبحث الأول : نظرة عامة حول بورصة الجزائر	69
المطلب الأول :نشأة بورصة الجزائر و مراحل إنجازها	69
المطلب الثاني : شروط الدخول لبورصة الجزائر	71

72.....	المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر
75.....	المبحث الثاني: نظرة عامة حول بورصة عمان
75.....	المطلب الأول : نشأة بورصة عمان ومراحل إنجازها
76.....	المطلب الثاني: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان
77.....	المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لبورصة عمان وأهدافه
80.....	المبحث الثالث: تحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري والسوق المالي عمان
80.....	المطلب الأول: تحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري
85.....	المطلب الثاني: تحليل تطور أداء سوق عمان للأوراق المالية:
92...	المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر للأوراق المالية و إقتراحات تفعيلها ومعوقات بورصة عمان...
97.....	خلاصة الفصل:
98	خاتمة
103	قائمة المراجع

قائمة الجداول والاشكال

اولا : قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
73	المهيكل التنظيمي لـ COSOB	(01-03):
78	المهيكل التنظيمي لبورصة عمان	(02-03):

ثانيا: قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
80	تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017.	(01-03)
81	تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017	(02-03):
82	تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017.	(03-03)
83	الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (السوق الرسمي) 2017.	(04-03)
84	التمويل حسب جودة المحفظة من 2016 إلى 2017.	(05-03)
85	القيمة السوقية للشركات المدرجة	(06-03)
86	القيمة السوقية للبورصة ونسبتها في الناتج المحلي الإجمالي	(07-03)
87	الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2017	(08-03)
88	الشركات العشر الأكبر من حيث حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية لعام 2017	(09-03)
90	أحجام التداول في سوق السندات خلال الفترة 2007-2017.	(10-03)
90	أهم المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان . 2017.	(11-03)
91	أهم المؤشرات المالية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2017.	(12-03)

مقدمة

حظيت أسواق الأوراق المالية في العصر الحديث بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة بين الدول فهي مرآة حقيقية تعكس لنا الوضع الإقتصادي، كما أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين و المشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، بالإضافة إلى ذلك يمكن أن نقول أسواق الأوراق الحالية هي بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد، و قد برزت في العصر الحديث أهمية هذه الأسواق كواحدة من أهم الأدوات المالية، فضلا عن ذلك فإن هذه الأسواق توفر قنوات و مداخيل سليمة أمام الأفراد لا سيما صغار المستثمرين، كما أنها تمثل أداة رئيسية لتشجيع التنمية الإقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية، ولا يمكن تجاهل دورها الفعال في تحويل المشاريع الإنتاجية طويلة الأجل، بالإضافة إلى ذلك فهي تلعب دورا هاما في تعبئة المدخرات و إعادة إستثمارها في الوحدات الإنتاجية.

ويعتبار أسواق المال تلعب دورا إستراتيجيا و هاما في عملية تمويل الإقتصاد الوطني و إقترح الحلول المتطورة و الصاعدة عندما يتطلب الأمر ذلك، و هذا يقتضي التعرف على تطور الأسواق المالية في عدد من البلدان النامية بهدف الإستفادة من التجارب في معالجة المشكلة لأن نجاح الأسواق المالية في رفع كفاءتها إنطلاقا من توفير الشروط اللازمة لكسب سوق جيد و فعال و يعد مرتكزا أساسيا تسعى الدول لبلوغه في ظل ما يواجهها من ضغوط.

إن الهدف الأساسي من وراء العملية السالفة الذكر هو تحقيق العائد و على ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تجديد المعايير التي على أساسها يتم إختيار الإستثمار المناسب حيث أن الإحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطر وهذا ما يجعل المستثمرين في بورصة الأوراق المالية يفضلون تشكيل محفظة إستثمارية متنوعة غايتها التقليل من المخاطر المحتملة.

- فالمحفظة الإستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات إستثمارية يكون الهدف من إمتلاكه لها و تنمية القيم السوقية أو المحافظة على القيمة الإجمالية لثروته.

1- الإشكالية:

يعتبر وجود سوق الأوراق المالية قادر على حشد و تخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية و قابلة للإستمرار وعلى هذا الأساس قمنا بطرح الإشكالية التالية.

" ما مدى تأثير محددات الإستثمار المحفظي على كفاءة سوق الأوراق المالية؟"

2- الأسئلة الفرعية:

- تندرج تحت الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية:
- ❖ ما هي الجوانب النظرية لإقامة أسواق الأوراق المالية؟
- ❖ ما هي أهم مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية؟
- ❖ ما هي المعوقات التي تواجه بورصة الجزائر و بورصة عمان؟

3- الفرضيات:

في هذا الإطار يمكن وضع الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى:** الإستثمار في سوق الأوراق المالية يكون أقل مخاطرة و أكثر سيولته من الإستثمار في السوق النقدي.
- الفرضية الثانية:** من مميزات سوق الأوراق المالية بأن لها دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
- الفرضية الثالثة:** الهدف الأساسي من وراء بناء محفظة إستثمارية مثلى هو تحقيق عوائد أكبر بمخاطر أقل.
- الفرضية الرابعة:** إن إنشاء البورصة في الجزائر ساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية.

4- أهمية الموضوع:

تكمن أهمية الموضوع " محددات الإستثمار المحفظي و أثره على كفاءة سوق الأوراق المالية " في أنه موضوع مهم في الإقتصاد ويعتبر حديث الساعة ، لذلك يلقي عناية فائقة و كبيرة و مكانة عظيمة في الحياة الإقتصادية، حيث تمكنت بفضلها العديد من الدول من تحقيق معدلات نمو مرتفعة، كما ساهم في تطوير أسواق الأوراق المالية التي أصبحت قبلة لتدفقات رؤوس الأموال الدولية.

5- الهدف من الدراسة:

يتجلى الهدف من هذا البحث هو التعريف على سوق الأوراق المالية و محددات الإستثمار المحفظي و على كفاءة سوق الأوراق المالية.

و كيف لمحددات الإستثمار المحفظي أن تؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية ؟

6- أسباب إختيار الموضوع:

هناك مجموعة من الأسباب الذاتية و الموضوعية دفعتنا لإختيار هذا الموضوع و يمكن توضيحها فيما

يلي:

أ- الأسباب الذاتية:

- تخصصنا يلائم هذا النوع من المواضيع
- رغبتنا في تطوير مكتسباتنا المعرفية بإعتبره موضوع شيق.

ب- أسباب موضوعية:

- يعتبر حديث الساعة و مهم في الإقتصاد
- محاولة تقديم رؤية حول سوق الأوراق المالية الذي يفتح آفاق للإطلاع.
- معرفة المعاملات في بورصة الجزائر و عمان.

7- حدود الدراسة:

أ- الحدود المكانية: دراسة سوق الأوراق المالية في الجزائر و عمان

ب- الحدود الزمانية: الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2017.

8- المنهج المستخدم:

للإجابة على الإشكالية المطروحة إعتدنا في بحثنا هذا على:

المنهج الوصفي حيث تطرقنا إلى الإطار النظري و المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية و الإستثمار فيها و آثارها على هذه الأسواق، كما إعتدنا على المنهج التحليلي و ذلك من خلال تحليل النتائج المتوصل إليها من خلال مؤشرات بورصة الجزائر و عمان.

9- الدراسات السابقة:

هناك مجموعة من الدراسات و الأبحاث التي عالجت مواضيع متشابهة لموضوع بحثنا يمكن أن نذكر

أهمها

فيما يلي:

– دراسة الدكتور بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية – أطروحة دكتوراه، و قد عاجلته الإشكالية التالية: هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة ؟ و ما هي متطلبات تفعيلها ؟ و توصلت إلى النتائج التالية:

■ لا تزال الأسواق المالية في الدول النامية محل الدراسة دون المستوى الذي سيسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي في الإقتصاد.

■ من أسباب ضعف جميع أسواق الأسهم نقص الوعي الإدخاري والاستثماري نقص المعلومات والبيانات، قلة الأدوات المالية و ضعف إدارة الشركات المدرجة في السوق و ضعف المناخ الاستثماري.

– دراسة الطالبة حنان خالد حنش عيساوي، دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة سوق العراق للأوراق المالية و سوق عمان أمموزجا، رسالة الماجستير، عاجلت الإشكالية التالية: ما مدى تأثير الإستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) على أداء سوق العراق و سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2004–2014) ؟ و توصلت إلى النتائج التالية:

■ يساهم الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تحقيق العديد من المنافع للدول النامية التي من بينها دوره المهم في تنشيط و تطوير سوق الأوراق المالية.

■ للإستثمار غير المباشرة دور مهم في تفعيل مؤشرات السوق متمثلا بزيادة الأهمية النسبية لهذه الاستثمارات إذا وضعت هذه النسبة مدى مساهمة الإستثمار في تنشيط حركة البورصة.

■ تطوير نشاط الإستثمار في البورصة من خلال إستحداث تطبيقات جديدة للأداء باستخدام نظام التداول الإلكتروني.

دراسة الطالب زكريا جرادي، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمارات، دراسات حالة بورصة الجزائر، مذكرة الماستر، و قد عاجلت الإشكالية التالية: ما هو الدور الذي يمكن أن تلعبه السوق المالية في تمويل الإستثمارات و توصلت إلى النتائج التالية:

■ تؤدي السوق المالي وظيفة إقتصادية هامة تتمثل في تعبئة المدخرات و توجيهها لتلبية إحتياجات الأنشطة المختلفة، و في أدائها لهذه الوظيفة تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد.

■ تعتبر السوق الأولية (سوق الإصدار) الوسيلة التي تحصل من خلالها على الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل إستثماراتها.

■ المنقص الكبير الذي تعاني منه بورصة الجزائر في مجال نشر المعلومات حول سوق الأوراق المالية مما ساهم في نفور المستثمرين من البورصة.

* بعد إستعراض الدراسات السابقة و أهم ما توصلت إليه من نتائج يمكن إضافة بعض النتائج من بينها:

- إن مدى توافر المعلومات يؤدي إلى قيام سوق كفيء.
- الإستثمار المحفظي على غرار أنواع الإستثمارات الأخرى تحكمه و تضبط تحركاته عدد من المعدات التي تجعل نصيب الدول منه تختلف باختلاف مدى توافر هذه المحددات و تنقسم إلى عوامل داخلية، و عوامل خارجية.

10- هيكل الدراسة:

سنقوم بتقسيم البحث هذا إلى ثلاثة فصول و هي:

الفصل الأول: سوق الأوراق المالية

و ذلك بتقديم مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية كالمفهوم و الوظائف و المميزات و العوامل الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية و أركانها. ثم تناولنا مؤشرات سوق الأوراق المالية بدأنا بتعريفه و الإستخدامات الأساسية له

و أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية. و ختمنا الفصل بالحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: عموميات حول المحافظ الإستثمارية

و ذلك بتقديم مفاهيم عامة حول المحفظة الإستثمارية بحيث تطرقنا من خلالها إلى مفهوم المحفظة الإستثمارية و أسس تكوينها و أهدافها ثم أنواع و محددات المحفظة الإستثمارية و مكوناتها ثم تناولنا أهم الضوابط و أساليب تكوين المحفظة و كيفية قياس أدائها و ختمنا الفصل بالحديث عن مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية.

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لأثر محددات الإستثمار المحفظي على سوق الجزائر و سوق عمان للأوراق المالية.

وذلك بتقديم نظرة عامة حول بورصة الجزائر كنشأتها و مراحل إنجازه و شروط إدراجها في البورصة والهيئات المنظمة لبورصة الجزائر كما قمنا بتقديم نظرة عامة حول بورصة عمان كنشأتها و مراحل إنجازه و شروط الإدراج في البورصة و الهيكل التنظيمي للبورصة و أهم الأهداف المتعلقة بالبورصة. و ختمنا الفصل بتحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري و السوق المالي لعمان و المعوقات التي تواجه بورصة الجزائر واقتراحات تفعيلها و معوقات بورصة عمان.

11- صعوبة الدراسة:

- ❖ عدم تواجد معطيات حديثة.
- ❖ كما لقينا عناء تقليص و إختصار الدراسة و هذا سبب تشابك و تشعب الموضوع.
- ❖ قلة المراجع.

الفصل الأول

سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تمثل حركة رؤوس الأموال عنصر مهم في الحركة الاقتصادية فوجود بورصات الأوراق المالية في أي بلد يعتبر المرآة العاكسة للوجه الحضاري لإقتصاديات الدول وتقدمها ، فالبورصة تعد من أهم الأجهزة أو مكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة و تجميع المدخرات للإسهام في عمليات الإستثمار والتنمية، فقد إرتبط تطور البورصات أو أسواق الأوراق المالية بالتطور الصناعي و الإقتصادي الذي مرت به معظم دول العالم وقد ترتب على ذلك إصدار المزيد من الأوراق المالية و إستحداث أنواع جديدة منها .

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا بعد مرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة و متعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة التي أعطتها أهمية أساسية ، الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الإقتصادي بين العرض و الطلب .

لا شك أن تنشيط سوق الأوراق المالية مهمة أكبر بكثير من مجرد إصدار قانون ، وواقع الأمر أن نقطة الإنطلاق الحقيقية تكمن في تفهم جميع الأطراف المعنية لأنواع الأوراق المالية ، و أدوات الإستثمار ، وأساليب التعامل في الأوراق المالية من إصدار و تداول ، والمؤسسات المالية و شركات الوساطة و الضمان والتشريعات التي تحكم المعاملات ...و غيرها ،ويقصد بالأطراف المعنية بصورة أساسية المدخرين (أفراد ومؤسسات)والذين يرغبون في إستثمار الأموال بالأساليب السليمة ، والمؤسسات التي تحتاج إلى هذه الأموال لتنفيذ المشروعات ذات الجدوى الإقتصادية ولا يتوفر لديها التمويل الكافي يضاف إلى هذه الأطراف أفراد و مؤسسات أخرى مثل الأجهزة الحكومية و البنوك وغيرها من المؤسسات المالية ومؤسسات الوساطة و الأجهزة الرقابية .

وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل :

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية .

المبحث الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية .

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية الإطار التنظيمي الذي يحدد القواعد التنظيمية التي تحدد دور السلطات ومسؤوليات القائمين عليها ، و هي التي تقوم بتنظيم مهمة الوساطة فيها وتحدد إختصاصات الوسطاء و ضمان وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين على أفضل وجه ، لذلك تعتبر أسواق الأوراق المالية من بين الأمور التي تحظى بأهمية كبيرة في الإقتصاد .

المطلب الأول : مفهوم سوق الأوراق المالية وخصائصها وأنواعها .

سننطلق في هذا المطلب إلى مفهوم سوق الأوراق المالية و خصائصها و الأنواع التي تعتمد عليها

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية .

لقد تعددت وتنوعت التعاريف لأسواق الأوراق المالية ومن خلال هذا سننطلق لمختلف مفاهيم هذه الأسواق.

هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع من الأوراق أو لأصل معين وفقاً لذلك فإن بورصة نيويورك أو القاهرة أو الإسكندرية تمكن المستثمرين من بيع و شراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال وقد يتم تداول الأسهم والسندات بيعاً و شراء خارج حلبة البورصة بعملية البيع و الشراء خارج المقصورة.¹

أو هي الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الإستثمارية مع وحدات الإدخار وذوي الفوائض المالية لعقد صفقات طويلة الأجل سواء من خلال الإكتتاب الأولي للأداة المالية ، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق ، يتضح من خلال التعريف بأن السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية كون أدواتها ذات إستحقاق لأكثر من سنة ، و عليه فان المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد، أي بمعنى أن المستثمر يطلب عائد أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى،²

¹ -عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية الجديدة للنشر ،الإسكندرية ، مصر ،2003، ص25.

² -أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية إطار في تنظيم و تقييم الأدوات ، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2010 ، ص 92.

وبتعريف آخر "أنها سوق منظمة ، تقام في أماكن معينة ، وفي أوقات محددة ، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، و بالسلع التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد وذلك بموجب قوانين و نظم تحدد قواعد المعاملات و الشروط الواجب توافرها في المتعاملين و السلعة ¹.

هناك تعريف آخر يقول : أن أسواق الأوراق المالية من المؤسسات المهمة في عملية الشبكة المالية ، وتتكون من مجموعتين تمثل المجموعة الأولى الأسواق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات مؤسسات الأعمال المختلفة لأول مرة ، و تنتهي الأسواق التي تباع و تشتري فيها الأسهم والسندات بعد أن يتم بيعها للمرة الأولى وتعرف هذه الأسواق بالأسواق الثانوية ²

ثانيا : خصائص سوق الأوراق المالية .

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها ³:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى ، نظراً للمتعاملين فيها من الوكلاء المختصين ، و هناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق ، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية و توفر للمتعاملين المعلومات الضرورية .

- يتطلب في سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية ، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة .

- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية .

- التداول في هذا السوق يتم بتوفير المناخ الملائم ، و كذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب .

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

¹ - زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، دار النفائس للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى 2009، ص28.

² - عبد الوهاب يوسف احمد ، تمويل و إدارة المؤسسات المالية ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008، ص22.

³ - جمال جويدان الجمل ، الأسواق المالية و النقدية ، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 2002، ص56.

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية ، و إتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة .
- كذلك هناك خصائص لسوق الأوراق المالية منها :¹
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ، و تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أجل طويل .
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي ، نظرا لكون أدوات الإستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية ، سوقية ، وتنظيمية مختلفة ، و كذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا .
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا ، و بالتالي فان إهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة و المخاطرة .
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة .

ثالثا : أنواع سوق الأوراق المالية .

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدري الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للإكتتاب فيها ، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية أو لإعادة إستثمار أموالهم في إستثمارات بديلة .

إذ يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية يتكون من مرحلتين ومن ثم يتكون من نوعين، السوق الأولية و السوق الثانوية .

1-السوق الأولية (سوق الإصدار) :

تعتبر سوق الإصدار تلك السوق التي تهتم بإنشاء الورقة المالية لأول مرة لذا فإنها تسمى أيضا سوق الورقة الجديدة ، التي تهتم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى إستثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل و هي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراق مالية قامت بإصداره لأول مرة لحساب منشأة .

وسيتم التعرض إلى :

-مفهوم السوق الأولية .

¹- طاهر حيدر حردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 1997 ، ص32.

- خصائص السوق الأولية .

أ- مفهوم السوق الأولية (سوق الإصدار):

أعطيت لها عدة تعاريف أهمها :

هي السوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة ، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم ، و ذلك من خلال زيادة رأس مالها ، و هذا يعني إن المنشأة التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب سواء في إكتتاب عام أو خاص ، و هذا يعطي فرصة لتجميع الأفراد و الهيئات المختلفة في المشاركة عن طريق مدحراتهم في توفير الأموال ¹.

يقصد بالسوق الأولية أو ما يعرف بسوق الإصدار ، السوق التي تدخل فيها منشأة الأعمال المصدرة للأوراق المالية بائعة لها ، بمعنى آخر أن بائع الورق المالية هو المنشأة المصدرة لها ، فإذا أصدرت منشأة مصرفية أسهما جديدة للإكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذا السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية و المكتتب فيها ².

هي سوق يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصداره الأولي مرة، و تختص بطرح رأس مال الشركات للإكتتاب في صورة أوراق مالية ، وتتضمن مجموعة مؤسسات مختص في إصدار الأوراق المالية التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية ، و أنسب سعر وأنسب كمية ³.

ب- خصائص السوق الأولية :

تشمل خصائص السوق الأولية ما يلي: ⁴

- سوق الإصدار ليس لها مكان محدد يتقابل فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها ، إلا جزء قليل الأهمية يتم في بورصة الأوراق المالية، وهو متعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة.
- عملية الإصدار غير متكررة ، لأن الإكتتاب في رأس مال الشركة يتم مرة واحدة .

¹- عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين ، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر ، 2000، ص275.

²- حمزة محمود الزبيدي ، الإستثمار في الأوراق المالية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2001 ، ص، ص: 21_22 .

³- ضياء مجيد الموسوي ، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها ، الأسهم ، السندات)، مؤسسة شهاب الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، 2003، ص7.

⁴- السيد متولي عبد القادر ، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون و موزعون ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2010، ص131.

- عملية الإصدار غير دورية .

-إذا رغب المستثمر المكتتب في أسهم الشركة في بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة أي أن البائع الجديد للأسهم هو المستثمر ، وهو غير المنشأ المصدر لتلك الأسهم لأول مرة ، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية .

تنشئها مؤسسات مالية مختص كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.

2- السوق الثانوية (سوق التداول):

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة و ضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية (سوق الإصدار) التي يتم فيها إدارة الأوراق المالية ، ونقل ملكيتها و حيازتها بين أكثر من شخص وكلما كانت السوق الثانوية سوق نشطة كانت حيوية الإقتصاد أكثر فعالية ، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطا قويا بالسوق الثانوية.

وينطوي هذا العنصر على النقاط الموالية :

-تعريف السوق الثانوية .

-أقسام السوق الثانوية.

أ- تعريف السوق الثانوية :

أعطيت عدت تعارف نذكر منها :

- هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد إصدارها ، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للإكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولية (سوق الإصدار)، وفيها يلتقي العرض و الطلب ، و يكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية جديدة ، ويحصل المشترون للأوراق على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (الأسهم سندات أو أدوات المديونية الأخرى)¹

- كما يقصد بها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الإكتتاب فيها من قبل في السوق الأولية وتلعب هذه الأسواق دورا أساسيا في تنظيم سيولة الإدخار للمستثمر على المدى الطويل، وتعبئة المدخرات و إعادة إستثمارها في الأصول المنتجة ، ففي حالة عدم وجود سوق ثانوية لا يمكن للمستثمرين حاملي

¹-صلاح الدين حسن السيسي ، بورصة الأوراق المالية (الأهمية ، الأهداف ، السبل ، مقترحات النجاح) ، عالم الكتاب ، مصر، الطبعة الأولى ، 2003، ص 16.

الأسهم و السندات إسترجاع رؤوس الأموال الموظفة في الأوراق المالية إلا بعد إنتهاء مدة الإستحقاق أو تصفية المؤسسة المصدرة للأوراق المالية للحصول على قيمة الورقة.¹

كما تعرف على أنها السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الإستثمار ، و يمكن التمييز في هذا العدد بين الأسواق المنظمة و الأسواق الغير منظمة فالسوق المنظم على عكس السوق الغير منظم يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالأوراق المالية المقيدة بيه فضلا عن أنه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ، حيث تراقب الصفقات التي تبرم بدقة و حزم .

ب-أقسام السوق الثانوية :

تتخذ السوق الثانوية أي التداول شكلين هما السوق المنظمة و السوق الغير منظمة .

-الأسواق المنظمة : هي أسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين بالبيع و الشراء ، و يدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ، كما أن التعامل بالأوراق المالية فيها يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق.²

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصة) إلى أسواق مركزية و أسواق محلية ، ويقصد بالسوق المركزي السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية و البورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة ، و من أمثلتها بورصة لندن و بورصة طوكيو ، بورصة نيويورك للأسهم ، أم البورصات المحلية هي عادة أوراق مالية لمنشأة صغيرة تهم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشآت أو المناطق القريبة منها.³

-السوق الغير منظمة : وفيها تتداول عادة الأوراق المالية الغير مسجلة بالبورصة من خلال التجارة ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض ، حيث انه لا يوجد مكان محدد للتعامل و الذي يتم من خلال شبكة الإتصال ، هذا و يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية الإتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية و الذي يضم السماسرة و التجار المتعاملين في السوق الغير منظمة ، و يقوم هذا الإتحاد بتنظيم العمل في السوق ، و منح

¹-مصباح احمد ، الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، 2002، ص 40.

²-عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا قص ، أسواق المال (بنوك تجارية ، أسواق الأوراق المالية شركات التامين ، شركات الإستثمار)، مرجع سبق ذكره ، ص 277.

³-منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشآت المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 1999، ص 71.

تراخيص للسماسة بعد إجتيانهم لإختبارات مؤهلة ، كما أن هذا الإتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية و أحجام التعامل .¹

وهناك أسواق فرعية من الأسواق الغير منظمة و هي السوق الثالثة و السوق الرابعة تتمثل فيما يلي :

السوق الثالثة : هي بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان أهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق ، و هذه البيوت في الواقع أسواق سمسرة على إستعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا بين أعضاء السوق المنظمة والعملاء لهذا السوق هم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات و حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية

السوق الرابعة : يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الإستثمارية الكبيرة و الأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأوراق المالية دون وساطة و الهدف منها إستبعاد الشركات التجارية و السمسرة بهدف تخفيض النفقات و يتم التعامل فيها من خلال شبكة إتصال الكترونية تسمى instinet حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل .²

المطلب الثاني : وثائق و مميزات سوق الأوراق المالية .

سنتناول في هذا المطلب وظائف و مميزات سوق الأوراق المالية .

أولا : وظائف سوق الأوراق المالية .

و تلخص في النقاط التالية :³

1- توفير السيولة للمستثمرين : ليس من المنطقي أن يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات و عندما يحتاج إلى تصفية هذه الأسهم وبيعها فانه لا يجد الوسيلة التي تمكنه من ذلك ، و لذلك فان وجود البورصات ضروري لحدوث تنمية في المجتمع و توفير السيولة للشركات لزيادة رأسمالها من ناحية و لتصفية أوراقهم المالية عند الحاجة إلى سيولة مالية .

2- توفير الوسائل للشركات لترويج أسهمها و زيادة رأسمالها : حيث تمكن أسواق الأوراق المالية شركات المساهمة من طرح أسهمها على الجمهور وفي الاكتتاب العام سواء عند الإصدار الأولي أو عند زيادة رؤوس

¹ -صلاح الدين جوده ، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، مطبعة الشعاع الفنية ، مصر، الطبعة الأولى ، 2000، ص24.

² -عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، وثائق استثمار ، خيارات) ، مرجع سبق ذكره ، ص66.

³ -طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007، ص : 23-24.

أموالها الخاصة ، لأن الشركات المساهمة تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة قد لا يمكن تدبيرها من خلال الإتصالات و المعرفة الشخصية بين عدد من الشركات أو المؤسسين .

3- تعتبر البورصة أداة للإقتصاد : بالرغم من أسعار الأسهم في البورصة قد تتأثر بعوامل موضوعية و عوامل غير موضوعية إلا أنها في أسواق رأس المال ذات الكفاءة يمثل إنعكاس للأحوال الإقتصادية العامة في المجتمع و في حالات الذعر الشديدة وفي حالة الأزمة المالية فإن الحديث يجب أن يتناول الحالة الإقتصادية العامة خاصة إذا كانت بخير و قوية ، ففي هذا وسيلة لطمأنة جمهور المستثمرين .

4- توفير آلية التسعير : تتوقف المعلومات عن أوضاع الشركات بصفة مستمرة إلى المتعاملين في البورصة وفي الأسواق التي تتمتع بالكفاءة ، و بالتالي فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب للمعلومات المتدفقة إلى السوق ونتيجة توافر أعداد كبيرة من المشترين و البائعين و المحللين والمستثمرين المحترفين ، فإن تسعير الأوراق المالية سوف يمثل إنعكاس لهذه المعلومات و تحليلها من جانب جموع المستثمرين ، و بالتالي تمثل أسعار الأوراق المالية ما يعتقد معظم المستثمرين في السوق أنها أقرب إلى الحقيقة .

5- توفير معلومات مستمرة عن أداء الشركات : تلزم قواعد القيد في أسواق الأوراق المالية الشركات بأن تقدم المعلومات الضرورية للمستثمرين وفي إطار من الشفافية ، و لذلك فإن تدفق هذه المعلومات و مراقبة هيئة المال و البورصة لها ضرورة الإنتظام في تقديمها في مواعيد محددة يؤدي إلى زيادة فعالية النظم المحاسبية و الرقابية في الشركات و تطوير مهنة المحاسبة و المراجعة لضمان الشفافية .

6- توفير أوعية إستثمارية مختلفة للمستثمرين : يؤدي زيادة حجم و نشاط السوق إلى زيادة الإختيارات أمام المستثمرين حيث يكون أمامهم في البنوك أو الإستثمار العقاري أو الإستثمار في الأسهم و السندات ووثائق الإستثمار و غير ذلك .

ثانيا : مميزات سوق الأوراق المالية .

تتلخص أهم المميزات فيما يلي :¹

-يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل .

-لها دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل .

-سوق رأس المال يكون الإستثمار فيها أكثر مخاطرة و أقل سيولة على عكس السوق النقدي.

¹-وليد الصافي ، انس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2012،

- العوائد مرتفعة نسبيا في سوق رأس المال مع الإستثمار في الأسواق الأخرى .

- سوق الأوراق المالية أقل إتساعا من سوق النقد لكنه في الوقت نفسه الأكثر تنظيما ، كما يمتاز المتعاملون فيه بكونهم من الوكلاء المتخصصين في الصفقات الكبيرة ، ويتحكم هؤلاء الوكلاء بحركة التداول في سوق رأس المال إلى حد كبير وذلك عن طريق تكييف سياستهم في الإحتفاظ بالأوراق المالية أو طرحها للتداول بناء على التقلبات الحادثة في أسعار الفائدة .

- ولتوفر سمة الفعالية و الكفاءة في سوق رأس المال لابد من تحقيق شرطين أساسيين هما :

- أن يتوفر سوق ثانوي نشط يوفر للأوراق المالية الصادرة فيه درجة كافية من السيولة ، تتيح لمن يحملها تحويلها إلى نقد إذا ما رغب في بيعها قبل حلول آجالها و هذا شرط هام لأنه يزيد من سرعة تداول هذه الأوراق و يوفر لسوق رأس المال سمة العمق و الإتساع .¹

- التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع و الخدمات الأخرى ، و إنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة ، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم و كمية المبيعات .

- الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية الكبيرة نسبيا مقارنة بالأسواق الأخرى ، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع و الشراء .²

المطلب الثالث: العوامل الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية و أركانها.

سنتطرق في هذا المطلب إلى العوامل الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية و أركانها .

أولا : العوامل الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية .

هناك عوامل كثيرة و متعددة ساهمت في قيام و نجاح سوق الأوراق المالية و نذكر منها ما يلي :³

-ضمان سلامة الإدخار و حماية و مراقبة ميزانية الشركات و الإشراف على وسائل الإعلام المختلفة التي تشكلها هذه الشركات و التدخل لإزالة الغش لمنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين .

¹-زياد رمضان ، مروان شموط ، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات ، القاهرة ، مصر ، 2007، ص ص : 83-84.

²-فيصل محمد شواورة ، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية) ، وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008، ص: 46.

³-محمد الصبري ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2008، ص ص: 39-40.

- إنشاء بورصة الأوراق المالية داخل الدول تمهيدا لخلق سيولة كافية سواء للمدخر أو المستثمر.
- إتباع سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسة و هذا بجد ذاته يولد الثقة بين المتعاملين .
- جعل الإدخار ديمقراطيا إختياريا و ليس إجباريا.
- وجود مكان محدد و معلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.¹
- سهولة الإتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، و ذلك بأن تكون البورصة مجهزة. بأجهزة العرض و الإتصال و التسجيل و نظم المعلومات.
- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها،و عن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية و إمكانية إستيعاب هذه المعلومات.
- وجود إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تجري في البورصة ، و لحماية المتعاملين من المخاطر ، و محاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني .
- النمطية وذلك يجعل جميع العقود و المعاملات في السوق بنمط محدد، و التنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية ، و من ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر .
- توافر الحرية الإقتصادية و الوعي الإقتصادي.²
- توفر مناخ إستثماري مستقر يتمثل في حالة الإستقرار السياسي و الإقتصادي و الإجتماعي .
- توفر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة .
- زيادة الحاجة إلى الأموال و توفير إحتياجات الشركات منها بتكلفة أقل للحد من الإعتماد على القروض كمصادر مالية ، و من ثم الحد من خلل هياكل تمويل الشركات و زيادة مرونتها.³
- تحقيق المزيد من الأرباح بما يمكن من الإستغلال الأفضل لموارد الدولة و زيادة النمو في الدخل القومي .
- إرتفاع معدلات التنمية الإقتصادية و النمو الإقتصادي في الدولة .
- وجود قواعد قانونية و إدارية تنظم التعامل في بورصة الأوراق المالية .

¹ -زكريا السلامة ، عيسى الشنطاوي ، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 49-51.

² -رسمية احمد ابوموسى ، الأسواق المالية و النقدية ، دار المعتز للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2003، ص: 16.

³ -محمد الصيرفي ، مرجع سبق ذكره ، ص: 80

-عدم إفشاء المعلومات للمستثمرين و ذلك من أجل المحافظة على إستقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم متساوية لقيمتها الحقيقية .¹

-تنظيم المعلومات التجارية و يكون ذلك بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية .

-تنظيم الأوجه المختلفة للمؤسسات المالية و ذلك بالتزامها بالأنظمة و القوانين المرعية .

-تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من إستثماراته وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للإكتتاب أو إعفاء العائد من الضريبة .

ثانيا : الأركان الرئيسية لأسواق الأوراق المالية .

هناك ثلاثة أركان رئيسية لأسواق الأوراق المالية و هي:

1-الركن الخاص بفئة المقرضين أو المستثمرين : تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية ونقصد هنا بفئة الأفراد أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن إحتياجاتهم الإستهلاكية و نقصد بالمؤسسات المالية و هي البنوك و بيوت السمسرة و شركات الإستثمار القادرة على إستثمار بعض أموالهم في مشاريع إستثمار تعود عليهم بالنفع الوفير ، هذا ومن الجدير بالملاحظة أيضا انه بمقدور هذه المؤسسات و هي البنوك و شركات الإستثمار وبيوت السمسرة القيام بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالي إذا توفر عامل الأمان وعامل السيولة وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله و المحافظة عليه .

2-الركن الخاص بفئة المصدرين أو المقترضين : تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال ، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة استثمارية... الخ ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض (المؤسسة المالية) و المقترض وهو الفرد ، و عادة ما يدور في هذا العقد ، القيمة لإسمية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة و تاريخ إستحقاق سداد القرض .

-ويمكن القول أن فئة المقترضين ستقتصر في مقامنا هذا على فئة المصدرين للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال والتي عادة ما تقتصر كما وسبق أن ذكرنا على المؤسسات المالية وشركات الاستثمار

¹-حسين علي خربوش و آخرون ، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية)، دار زهران للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2010، ص ص: 22-23.

وبيوت السمسرة كما يتضمن إصدار بعض الأوراق المالية من السندات مثل الهيئات الخاصة و الهيئات الحكومية كالبنك المركزي أو وزارة الخزانة .

3-الركن الخاص بفئة الوسطاء و الوكلاء : فئة الوسطاء هم اللذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي أو شخص معنوي و يقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال و نذكر منها أعمال السمسرة التي تكون من خلال أوامر يصدرها للسمسار وتتمثل في (الأمر السوقي ، الأمر المحدد ، أمر التوقف ، الأمر الحر أو المطلق ، الأمر المحدد بزمن) إما العمل الثاني في صناعة الأسواق ، أما الثالث فهو التعهد بتغطية الإصدارات ، و الرابع يكون في العمل على إطالة فترة استحقاق الدين ، أما الأخير فهو العمل على تقليل المخاطر و التكاليف التي يتحملها المستثمر .¹

¹-حسين علي خربوش و آخرون ، الأسواق المالية،مرجع سبق ذكره ، ص ص: 25-30.

المبحث الثاني : مؤشرات سوق الأوراق المالية .

تعتبر المؤشرات المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا من جهة أخرى ، حيث تعطي فكرة سريعة عن أداة المحفظة المالية و الحكم على أداء المدبرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية .

المطلب الأول : تعريف المؤشرات المالية و أهميتها .

سننظر في هذا المطلب إلى تعريف المؤشرات المالية و أهميتها .

أولا: تعريف المؤشرات المالية.

للمؤشرات المالية عدة تعاريف ولها أهمية بالغة سيتم التطرق إليها في الآتي :

التعريف الأول : مؤشر سوق الأوراق المالية هو قيمة رقمية تقيس المتغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق وإتجاهها

وبمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم يلاحظ في تعريف المؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة محددة عن طريق الفرق بين سعرها والسعر الماضي، لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق إتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

التعريف الثاني : يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظمة و الغير منظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تنتج للمؤشر إن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدفة قياسه ¹.

التعريف الثالث : هو أداة لتحديد إتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق يكون والمؤشر جيدا إذا كان يعطي فكرة عن إتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية كما أنه يعطي مؤشر لوضع الإقتصاد.

¹-شهيبي صبرينة ، مناد سهام ، دور المؤشرات المالية في إتخاذ القرارات الإدارية (دراسة قياسية للمؤشر داو جونز) ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير ، تخصص مالية ، جامعة ابن خلدون -تبارت-

ومن خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية على أنه تقنية و أداة لقياس تطور الأسعار و كميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنظمة و الغير منظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوقي بصفة خاصة بطريقة مستمرة و منظمة في فترات زمنية محددة .

ثانيا : أهمية المؤشرات و علاقتها بالحالة الإقتصادية .

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الإقتصادي في الدولة ، وفي حال إتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الإقتصادية العامة للدولة كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم فضلا عن ذلك ، أن تتنبأ بالحالة الإقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير قبل فترة زمنية .

وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية ، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع فعند ذلك يطلق عليه السوق النزولي .

ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه وفقا للمؤشر أعلى من العائد على الإستثماري الخالي من المخاطر .

أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي حققه السوق وفقا للمؤشر أقل من العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر ، و عادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوق تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب الصعود ، أما إذا إعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق على المضارب بالهبوط.¹

المطلب الثاني : الإستخدامات الأساسية للمؤشرات المالية .

تعد مؤشرات أسعار الأوراق المالية أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الإقتصادية العامة في الدولة ، غير أن للمؤشرات إستخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وفي طبيعة تلك الاستخدامات و تتمثل في :

¹-عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية البورصة ، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2010، ص ص:

1-التنبؤ بحجم النشاط في السوق :

عند تتبع حركة المؤشر عبر عدة سنوات ماضية ، و بإستخدام نماذج التنبؤ مثل المتوسطات المتحركة و معادلة الاتجاه العام بعد تلخيصها من أثر التقلبات و التغيرات الموسمية التي تحدث في السوق فإنه يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تحدث على حركة التداول و الأسعار في السوق ، و التنبؤ بالتطورات المستقبلية .

2-تقدير مخاطر السوق:

يمكن إستخدام مؤشر السوق في قياس مخاطر السوق ، و التي تسمى بالمخاطر المنتظمة وهي المخاطر التي تصيب السوق ككل ولا يمكن تجنبها .

تلك المخاطر قد تؤدي إلى زيادة و انخفاض نشاط حركة التداول في السوق ومن أهم العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة :

-مخاطر تغير القدرة الشرائية للنقود ، وإنخفاض قيمة العملة .

-مخاطر تغير أسعار الفائدة في البنوك .

-المخاطر الدورية التجارية و الحالة الإقتصادية .

3-المساعدة في تكوين المحافظ الإستثمارية :

تساعد المؤشرات في تحقيق التنوع الجيد لمحافظ الإستثمار، ضمن خلال متابعة تطور حركة المؤشر يستطيع المحلل المالي الوقوف على عائد ومخاطر السوق، ولذلك قد تلجا العديد من الشركات المتخصصة في تقييم الأوراق المالية التي يتكون منها مؤشر السوق، أو إستخدام أسلوب التنوع عند تكوين أسهم المحفظة وإختيار الأسهم ذات معامل إرتباط العكسي بين عوائدها المتوقعة .

4-التنبؤ بالحالة الإقتصادية للدولة :

من خلال متابعة مؤشر السوق المالي يمكن الحكم على مدى إستقرار الحالة الإقتصادية بالدولة، فقد أثبتت الدراسات والأبحاث العلمية قدرة المؤشرات المصممة بطريقة دقيقة على التنبؤ بالحالة الإقتصادية من كساد أو رواج قبل وقوعها ، ولذلك قامت المؤسسات العالمية و المؤسسات الصحفية بتصميم مؤشرات و إستخدامها كأدوات للتنبؤ بالدورات الإقتصادية في الدولة .

5-متابعة أداء إنتاجية الصناعات :

يمكن إستخدام مؤشر السوق في قياس أداء الصناعات التي تتداول أوراقها المالية في السوق وكذلك التنبؤ بربحية تلك الصناعات مع تقدير المخاطر التي تواجهها ومن أمثلة المؤشرات التي تقيس أداء الصناعات.

-مؤشر داو جونز لصناعات النقل dawjonestransportationindex

-مؤشر ستاندر و بورز لصناعة الخدمات العامة¹ s.&p.publicutilities index.

المطلب الثالث : أهم مؤشرات السوق المالية العالمية .

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصة غير أن الذي إشتهر منها قليل نسبيا ، نذكر منها الأهم وهي كالاتي :

1- مؤشر داو جونز :

يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعات أقدم المؤشرات و أكثرها شيوعا إذ نشر الأول في صحيفة وول ستريت سنة 1884 م وذلك بإسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها ، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 19 سهم لتتبع شركات صناعية ، إرتفع حجمها إلى 12 سهم في 26مايو1896م ، ثم إلى 20 سهم في 1916م، وفي عام 1928م إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة ، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية و بضخامة الحجم و عدد المساهمين و على الرغم من الشهرة العالمية و الإستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا انه يحسب كأبي وسيط حسابي .

2-مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم :

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس إتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة ، بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة ، النقل ، الخدمات العامة والقطاع المالي .

¹-صلاح الدين شريط ، مبادئ الأسواق المالية ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى، ص: 146-147.

3- مؤشر ستاندرز و بورز 500:

بدأ تكوين مؤشر ستاندرز و بورز في 04-03-1957 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة ، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة و إستخداما و أصبح حالا يعرف باسم p500s لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي :

-425 سهم من الشركات الصناعية .

-25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء ، الماء ...

-50 سهم من شركة الخدمات العامة . وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك .

4- مؤشر فالويلين 1400:

أنشأ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي :

1217 شركة صناعية ، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل ، أعطيت له قيمة 100 في السنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر ، و بالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالي.

المبحث الثالث : كفاءة سوق الأوراق المالية .

إن الحديث عن المحافظ الإستثمارية و الإستثمار يتم في أدوات الإستثمار بالسوق المالية فلا بد أن نأخذ ولو فكرة مختصرة عن الأسواق المالية وبالذات كفاءة هذه الأسواق.

فمفهوم كفاءة السوق تعني قدرة السوق المالي على تحديد أسعار الأوراق المالية بحيث أن تكون أسعار هذه الأوراق قريبة أو مساوية للقيمة الحقيقية لهذه الأوراق وذلك عن طريق تزويد المستثمر أو المضارب بالمعلومات الكافية عن الأوراق المالية بدون كلفة إلى كافة المستثمرين ومن خلال هذه المعلومة يستطيع المستثمر تحديد السعر إذا كان يساوي القيمة الحقيقية يكون السوق ذو كفاءة تامة وعليه سنتطرق إلى أهم التفاصيل عن السوق الكفاء من خلال ما يلي:

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية .

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

أولا :تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية .

بحسب مفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق ، وبالتالي فإن سعر السهم عبارة عن دالة للمعلومات المتوفرة عنه بحيث أن المعلومات يأتي للسوق بشكل عشوائي فإنه من المتوقع أن تكون حركة الأسعار للأسهم عشوائية حيث ستتجه صعودا مع البناء السارة وهبوطا مع الأبناء الغير سارة وفي ظل المنافسة الشديدة المتوقعة بين المتعاملين من هنا فإنه لن يتمكن أي من المستثمرين تحقيق ميزة السبق في الحصول على المعلومة وبالتالي لن يستطيع أي منهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين .

وفي مفهوم آخر لكفاءة السوق نجد :

كفاءة السوق أو الكفاءة المعلوماتية أو التسعيرة ، أي أن أسعارا لأسهم تكون كفاءة عندما تكون قريبة أو تساوي القيمة الحقيقية ، فالواقع من الصعب جدا إن قيمة الأسهم في السوق تساوي القيمة الحقيقية أو الذاتية وذلك إن هناك عوامل كثيرة من الصعب حصرها تؤثر على أسعار الأسهم وأن المعلومات قد لا تصل بالوقت المناسب ا وأن المستثمرين يتأثرون بها بدرجات متفاوتة إي قدرة السوق على تحديد أسعار الأسهم بحيث تكون قريبة من السعر العادل للسهم ، وبحسب السعر العادل من خلال

العوائد التي يحققها السهم ، أي أن السهم يولد عوائد تعوض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة استثماره في هذا السهم .¹

أن فرضية الكفاءة السوقية أو الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير وفق هذه النظرية فإن أسعار الأسهم تكون كفو عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية للأسهم ، ولأن وظائف الأسواق المالية هدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاريع الأكثر إنتاجية ، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل ، وبالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية الواقعية للأسباب التالية :

-وجود متعاملين على قدر كبير من المعرفة العلمية و العملية.

-معلومات متوفرة للجميع وتكاليف الحصول عليها قليلة .

-أن تكون المعلومات صادقة و صحيحة.

-إن يحصل عليها الجميع في نفس الوقت.

-أن تصل المعلومات لكل المتعاملين بسرعة و يعكس سعر الورقة في نفس اللحظة.

في السوق الكفء سعر السهم عبارة عن مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة والمتوفرة عنه سواء كانت تلك المعلومات في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام و الأسابيع و السنوات الماضية أم في المعلومات التي ثبتها وسائل الإعلام ، أم المعلومات العامة و المتعلقة من قبل الشركة أو إي معلومة تؤثر في القيمة السوقية للسهم ، وإذا انعكست كافة هذه المعلومات في سعر السهم فإنه يصبح من المتوقع أن تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية وهذه القيمة يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض لها هذا السهم أو هذا الإستثمار ، وبالتالي فإنه من المتوقع المستثمر إن يقع هذا السهم تماما على خط سوق الورقة المالية .

مما سبق يمكن أن نستنتج ما يلي :²

1- في السوق الكفء الفرق بين العوائد الفعلية للسهم و العوائد غير العادية له تساوي الصفر.

¹-غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، المناهج للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2013 ، ص145.

²-شقيري نوري موسى و آخرون ، إدارة الاستثمار ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2012 ، ص:98-99.

- 2- عائد الإستثمار في هذا السهم يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي يتعرض لها هذا الإستثمار.
- 3- القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة العادلة له كما أن القيمة السوقية للسهم تتحرك صعودا و هبوطا بحسب نوع المعلومة عن السهم .

ثانيا : كيف تتحقق كفاءة السوق .

في ظل السوق الكفاء يصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوفر المعلومات إنتشارها بسرعة بينهم وهذا يعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين التوصل إلى النتائج المحددة بشأن سعر السهم ، بحيث يحدث تغيير فوري في السعر .¹

يعرف السوق بأنه المكان الذي تتساوى فيه أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية و تتمثل هذه الكفاءة في مجالين هما:

1-الكفاءة الخارجية:

ويقصد بها كفاءة التسعير ، أي توفير المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة .

-إن كفاءة السوق المالية تمثل مدى سرعة إستجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة لكافة المعلومات المتوفرة عليها ، بمعنى أنه في حال ظهور أي معلومة جديدة عن أي ورقة مالية يقوم المستثمرين بتحليل هذه المعلومة وتعكس هذه المعلومة على سعر الورقة المالية بالزيادة أو النقصان وهذا بحسب نوع المعلومة الصادرة عن الشركة المصدرة للورقة المالية .

2-الكفاءة الداخلية:

يقصد بها كفاءة التشغيل ، أي أن يتم التعامل في الأوراق المالية بتكلفة مقبول خلال فترة زمنية مقبولة أي أن هناك تعامل مستمر في الأوراق المالية من خلال توافر المستثمرين و البائعين (أمام كل أمر شراء يوجد بائع مستعد للبيع أمام كل أمر بيع يوجد مشتري جاهز للشراء).

¹ عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، دار الجامعة طبع -نشر -توزيع ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2000،

-إن كفاءة السوق المالية تتمثل في توفير وتوجيه الأموال بسرعة إلى إستثمارات ناجحة وفي نفس الوقت تحقق أرباح رأسمالية للمستثمرين نتيجة إرتفاع إستثماراتهم بالسوق فإذا كان المجتمع يتمتع بمستويات عالية من التعليم و الصحة فان ذلك يدل على وجود سوق كفؤ لرأس المال المستثمر فيه.¹

المطلب الثاني : متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية .

تهدف أسواق الأوراق المالية إلى تحقيق أهداف متعددة أهمها ضمان أفضل تخصيص للمدخرات على الإستثمارات ، وكذلك ضمان السيولة وجذب المزيد من الأفراد و المؤسسات إلى السوق وإتاحة أفضل السبل لتدبير إحتياجات الشركات من الموال مثل زيادة رأس المال وإصدار السندات كل هذا بغرض خدمة الإقتصاد القومي ، ولتنشيط السوق وزيادة حجمه و ضمان الثقة فيه ، فإنه يجب أن يتمتع بالكفاءة ولكي يحقق سوق رأس المال هدف التخصص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر فيه كل من (كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير)

-وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفئة دورين أحدهما مباشر وآخر غير مباشر .

1-الدور المباشر:

يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء منشآت التي تتاح لها فرصة إستثمار واحدة سوف نستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار و إنخفاض متوسط تكلفة الأموال.²

2-الدور الغير مباشر:

إن إقبال المستثمرين على شراء منشأة بمثابة مؤشر أمان للمقتريين يمكن المنشأة من الحصول على المزيد من الأموال بتكلفة أقل.

ولكي يتحقق هدف سوق رأس المال المتمثل في التخصيص الكفء للموارد ينبغي توفر شرطين هما:

أ- **كفاءة التسعير**: وتسمى بالكفاءة الخارجية عن وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين دون فاصل زمني كبير وهذا يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة ، وأن الأرباح الغير عادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره وفي ظل السوق الكفء فلن تحدث مثل تلك الإرباح .

¹-قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2012، ص ص: 163-164.

²-عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) ، مرجع سبق ذكره ، ص 80.

ب- كفاءة التشغيل : وتسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب و العرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة ، ودون أن يتاح للتجارة و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه ، يعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل¹

ولكي تكون أسواق الأوراق المالية كفئة تشغيليا يقتضي :

-قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من التكلفة وبما يحقق لهم عائد مقابل خدمتهم وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر.

-لا بد من التنافس بين صناع السوق و السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة و الهوامش باتجاه إنخفاض المستمر مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية .

-ويتضح من مفهوم كفاءة التشغيل ، إن كفاءة التشغيل و كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على هذه الكفاءة ، فلكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومة بشكل كامل وسريع ، فإنه لا بد أن تكون كلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا ، وبشكل يفوق الجهد المبذول للحصول على المعلومة الجديدة وتحليلها وبغض النظر عن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومة في سعر الورقة المالية.²

-وبذلك يكون التعامل في السوق بمثابة مباراة عادلة وأن الأرباح غير عادية ترجع إلى إمكانية البعض في الحصول على المعلومات قبل غيره في ظل السوق الكفاء فلن تحدث مثل تلك الأرباح.³

المطلب الثالث: مستويات السوق الكفاء

سننتقل في هذا المطلب إلى مستويات السوق الكفاء و التي يمكن إن نميز بين المستويات الثلاث للسوق الكفاء وهي :

1- المستوى الضعيف:

في هذا المستوى فان سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السوقية للورقة المالية، بما فيها الأسعار التاريخية و العوائد، وإحجام التداول حتى الصفقات و الأوامر غير عادية.

¹ -محمد الصيرفي ، البورصات ، مرجع سبق ذكره ، ص: 33.

² -عباس كاظم الدعوى، السياسات النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار الصفا للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن ، الطبعة الأولى ، 2010، ص ص : 210-211.

³ -محمد الصيرفي ، البورصات ، مرجع سبق ذكره ، ص : 33.

ويفترض هذا المستوى عدم وجود إرتباط بين الأسعار المستقبلية للورقة المالية و الأسعار التاريخية لها أي أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، وفي هذا المستوى فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح إستثنائية تكون إما عن تحليل البيانات المنشورة بكفاءة أكثر من غيرهم.

2-المستوى المتوسط:

في هذا المستوى فإن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات السوقية للورقة المالية إلى جانب المعلومات الأخرى التي تنتشر للعامّة مثل القوائم المالية التي تتضمن الأرباح و التوزيعات النقدية و الأحداث التي تمر بالشركة كالأحداث الإقتصادية و السياسية... الخ

في هذا المستوى يصعب تحقيق الأرباح إستثنائية من خلال دراسة و تحليل البيانات و المعلومات المتاحة لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الأوراق المالية وكذلك في هذا المستوى فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح إستثنائية تكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة).

3-المستوى القوي:

إن سعر الورقة المالية في المستوى القوي يعكس جميع المعلومات السوقية و غير السوقية المتاحة للعامّة إلى جانب المعلومات المتوفرة من المصادر الخاصة.

أي أنه لا يوجد معلومات لدى جهة دون الأخرى، وبالتالي فإنه لا يوجد فرصة لتحقيق أرباح إستثنائية بناء على المعلومات الخاصة.¹

¹ - قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره ، ص : 165.

خلاصة الفصل :

يعتبر الإستثمار على إختلاف أشكاله من الركائز الأساسية التي تدفع عجلة التنمية الإقتصادية إلى الأمام خاصة وأن له دور فعال لا يمكن إغفاله في إستخدام و إعادة توجيه الموارد المتاحة في صوب المشاريع القائمة وبالتالي المساهمة في رفع مستوى الأداء الإقتصادي الوطني في مختلف القطاعات ومنه تحقيق الرفاهية الإجتماعية .

يصب إهتمام المستثمرين حول تحقيق الثروة و المحافظة على رأسمالهم وذلك بإتخاذ الكيفية المناسبة من خلال الإستثمار المالي الذي يمثل أهم هذه الطرق رغم عيوبه ، لكن مزاياه كانت الدافع لإكتساب الوعي الإستثماري في هذا النمط للتوظيف الأمثل لرأس المال فالأوراق المالية تعتبر الأداة الوحيدة التي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية ، بحيث تتمتع هذه الأخيرة بالأهمية البالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل إنسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين وتنقسم أسواق الأوراق المالية إلى أسواق أولية و أسواق ثانوية منظمة و غير منظمة ولهذا الأوراق صفات تميزها في هذه الأسواق بشكل أمثل يجب توفر ما يعرف بكفاءة السوق التي بدورها معيار تفرقة بين الأسواق المالية

وسنحاول من خلال الفصل الموالي الإحاطة بمختلف المخاطر التي تنجم عن الإستثمار في الأوراق

المالية .

الفصل الثاني

عموميات حول المحافظ الإستثمارية

تمهيد:

يؤدي الإستثمار دورا هاما في النشاط الإقتصادي خاصة مع التحولات الجارية لذا فان وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقا لرؤية المستثمر وميوله ، ولعل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة إستثمارية والتي وضع نظرياتها ماركويتز عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير أمثال تيرنور و غيرهم .

ويهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة ، إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجهه المستثمر و بهذا سنتطرق في هذا الفصل إلى :

المبحث الأول : مفاهيم حول المحفظة الاستثمارية .

المبحث الثاني : أهم الضوابط وأساليب تكوين المحفظة وكيفية قياس أدائها .

المبحث الثالث : مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية .

المبحث الأول: مفاهيم حول المحافظة الإستثمارية

تعتبر المشاريع الإستثمارية العمود الفقري لأي تطور إقتصادي وأساليب النمو الإقتصادي على المستويين الجزئي والكلبي بهذا فان إختبار نجاعة أي مشروع إقتصادي يتطلب دراسة العوامل المؤثرة فيه وأهم مميزاته لتعظيم المنفعة الكامنة للعائد المتوقع مع الأخذ بعين الإعتبار المخاطر والتطورات التي تنجم من خلال الإستثمار المحفظي.

- من خلال المطالب الآتية سنتطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالإستثمار المحفظي.

المطلب الأول: طبيعة ومفهوم المحافظة الإستثمارية

إن أكثر وسائل الإستثمار في الأسواق المالية شيوعا بين المستثمرين هو الإستثمار في الأسهم والسندات، وقد ساعدت وسائل الإعلام في السنوات الأخيرة في إنتشار هذا النوع من الإستثمار في العالم باعتباره موضوعا مثيرا لإهتمام سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أهم المفاهيم المتعلقة به.

أولا: مفهوم الإستثمار

للإستثمار عدد من المفاهيم يمكن القول بأن الإستثمار في مفهومه العام هو إرجاع الإستهلاك إلى فترة مستقبلية بالمفهوم العام والشامل الإستثمار إرجاع أو تأجيل الإستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال إلى الإستثمار وليس الاكتناز¹.

كما يقصد به أيضا التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن قصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلا تعوضه عن القيمة الحالية، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطر المتعلقة بإحتمال عدم تحقق هذه التدفقات².

¹ محمود عوض عبد الجواد علي إبراهيم الشدقات، الاستثمار في البورصة أسهم-سندات، الأوراق المالية دار حامد المالية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 15.

² سعيد توفيق عبدو، نادية أبو فخره، الأسواق والمؤسسات المالية، مطبعة دار السلام، 2003، ص 13.

ثانيا: مفهوم المحفظة الإستثمارية

هي مصطلح يطلق على مجموع ما يمتلكه الفرد من الأسهم والسندات والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمتلكه هذه الأصول من أموال.

وتخضع المحفظة الإستثمارية في الأسهم والسندات لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة كذلك الحال بالنسبة لشهادات الإيداع والودائع فأنها تعتبر جزءا من المحفظة الإستثمارية، وهكذا فإن تكوين المحافظ الإستثمارية في الأسهم والسندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه ومدى إستعداده لتقبل المخاطر، وكذلك إحتياجات الخاصة فيما إذا كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت وبشكل دوري شهري أو ربع سنوي أو سنوي أو أنه يهدف إلى تعظيم الأرباح.

-لكي يقوم المستثمر ببناء محفظة الإستثمارية في الأسهم والسندات تتلائم مع إحتياجاته فإنه لا بد أن يحدد أولا أهدافه الإستثمارية بهدف تحقيق عوائد أكبر مع أدني درجة من المخاطر، ففي النظرية الإستثمارية في الأسهم والسندات كلما إرتفعت درجة المخاطر زادت فرص الكسب ومن هنا لا بد من تحقيق توازن بين الإثنين¹.

-وفي مفهوم آخر للمحفظة الإستثمارية.

تعرف على أنها المجموعة الممزوجة من الأوراق المالية المختلفة، أو هي تلك المحفظة التي تضم مجموعة من الإستثمارات الفردية².

وقد عرف آخرون المحفظة الإستثمارية على أنها: مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر وقد تكون هذه الأصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطر بحيث تلائم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواء كان هذا الأخير متحفظ ومغامر أو متوازن³.

وفي تعريف آخر تعرف بأنها عبارة عن محفظة مشتركة يسمح لعدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدراتهم المالية وبمبالغ متواضعة أو كبيرة بالإشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصول تسمى بالوحدة ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر المحافظ الإستثمارية في الأسهم أو السندات أو النقد أو العملات

¹ سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، إدارة الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 73.

² محمد عبد الحميد عطية، في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 409.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 164.

من الأدوات الإستثمارية ، تتباين وتختلف من حيث قيمة كل منها، ومن حيث معدل العائد المتولد عنها، ومن حيث معدل إستحقاقها¹.

كما يمكن القول أيضا أن المحفظة الإستثمارية هي وجود أكثر من إستثمار واحد من حيث أنها تضم مجموعة من الإستثمارات الفردية الغرض منها يبين أن الإستثمار في الأوراق المالية أفضل من أي إستثمار فردي لأن توزيع الثروة على عدة إستثمارات يؤدي إلى تقليل المخاطر الكلية².

-أسس تكوين المحفظة الإستثمارية

-بعد معرفة مفهوم المحفظة الإستثمارية يتعين تكوينه بأسلوب ناجح يأخذ بعين الإعتبار التركيز على بعض الأسس لتحقيق أهدافها الرئيسية ونذكر من هذه الأسس:

1- التخطيط: ونعني بالتخطيط دراسة المؤسسات والأسهم والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر الإمكان كما يجب إختيار الأوراق التي تحقق نمو في رأس المال وتضمن دخلا مستمرا وتزيد قيمتها مع الزمن وتلائم وحاجات المستثمر بالنظر إلى الأهداف إذا كانت قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

2- التخطيط والتعقل: فعلى المستثمر أن يكون عقلانيا رشيدا في إتخاذ قراره الإستثماري.

3-التوقيت: وذلك بإختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله للسوق أو خروجه منه وذلك تزامنا مع قرار البيع أو الشراء أو الإحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الإقتصادية والسياسية.

4- المراقبة والمتابعة: يجب الإستمرار في مراقبة المحفظة لإجراء تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق أي العرض والطلب وأوضاع الشركة المستثمر بها.

إن إستطاع المستثمر تحقيق الأسس السابقة يمكن أن يصل إلى أهداف المنشودة³.

¹ جمال الدين برفوق وآخرون، إدارة الاستثمار، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص 159.

² بن أعمر بن حاسن، فعالية الأسواق المالية في الدول النامي -دراسة قياسية-، أطروحة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك مالية، جامعة أبي بكر بالفايد تلمسان، الجزائر، 2012/2013، ص 111.

³ جمال الدين برفوق وآخرون، إدارة الاستثمار، نفس المرجع السابق، ص 162-163.

ثالثاً: أهداف إدارة المحفظة الإستثمارية

إن أهداف المحفظة الإستثمارية هي تحقيق أكبر عائد بأقل درجة مخاطر مع توفير سيولة أي المزج بين الأدوات الإستثمارية المتاحة لتحقيق أكبر عائد بأقل خسارة ممكنة وعليه فإن أهم هدف لإدارة المحفظة هو الموازنة بين العائد والمخاطر والسيولة ونستطيع الإشارة إلى أهم هذه الأهداف كما يلي:

- 1 - تحقيق أقصى عائد ممكن على رأس مال المحفظة.
- 2- توفير السيولة بالوقت المناسب من خلال إختبار أدوات إستثمارية لها قابلية على التحول إلى نقد بدون خسارة مع ضرورة أن تكون هذه الأدوات سهلة التداول والتحويل حتى تحد من حالات العسر المالي أو الإفلاس لدى الوحدات المالية وأن تكون أدوات قابلة للتسويق أي مدى إمكانية تحويل أصول المحفظة إلى السيولة.
- 3- المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة من خلال الحفاظ على القيمة الحقيقية لأصول المحفظة والذي يعد أهم الأهداف التي تحققها إدارة المحفظة وكذلك العمل على عدم تعرض رأس المال المستثمر للمخاطر وهذا الهدف يتماشى ورغبات المستثمرين في زيادة رأس المال.
- 4- إستمرارية التدفقات النقدية إلى المحفظة ويعني الحصول على دخل جاري للمحفظة وبالتالي حصول المستثمر على إيرادات جارية ناجمة عن إستثماراتهم المالية.
- 5- التنوع يعني تنوع الأدوات الإستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل أداة في رأس مال المحفظة وبما حقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة أي الحصول على أكبر عائد بأقل درجة خطر.
- ويجب مراقبة ومتابعة قرارات إدارة المحفظة عند الإقدام على قرار البيع أو الشراء لأن أي قرار منها يعني ربح أو خسارة بحيث يلاحظ وجود تعارض بين أهداف المحفظة كتتحقيق هدف الربحية وتقليل المخاطر في آن واحد، إذن الحصول على أكبر عائد يعني الإستثمار في أدوات ذات مخاطر مرتفعة وينطبق الحال ذاته بين العائد والسيولة فعلى إدارة المحفظة الموازنة بين هذه الأهداف¹.

¹ دريد كامل الشبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 288،290.

-المحفظة الإستثمارية المثلى:

هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول وكيفية جعلها تحقق أهداف المستثمر (مال أو مدير المحفظة).

-المبادئ التي تقوم عليها المحفظة الإستثمارية المثلى:

1- إذا خير المستثمر بين محفظتين إستثماريتين لهما نفس العائد ومختلفتين في المخاطر فإنه يختار المحفظة أقل مخاطر.

2- إذا خير المستثمر بين محفظتين إستثماريتين لهما نفس المخاطر و مختلفتين في العائد فإنه سيختار المحفظة الأكثر عائد.

3- إذا خير المستثمر بين محفظتين إستثماريتين الأولى ذات عائد أعلى وفي نفس الوقت مخاطر أقل فإنه سيختار هذه المحفظة.

4- هناك عامل أساسي وهو تحقيق الهدف الرئيسي والمتمثل في تخفيض المخاطر إلى الحد الأدنى وتحقيق عائد متوقع مرتفع.

المطلب الثاني: أنواع ومحددات المحفظة الإستثمارية

ستتطرق في هذا المطلب إلى أنواع و محددات المحفظة الإستثمارية

1- أنواع المحفظة الإستثمارية :

هناك عدة أنواع للمحفظة الإستثمارية نذكر منها :

أ-محفظة العائد: يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية،وعليه فإن وظيفة محافظ العائد تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

ب- محافظ الربح: وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمو متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع أسعار الأسهم أو من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسين القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من إستثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة أو صناديق الدخل والنمو معا،وهي تلي إحتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري،وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطر في إستثماراتهم.

- إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الإستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تحققها السوق بشكل عام لذلك فإن إختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

ج-محافظ الربح والعائد:

هي المحفظة التي تجمع أسهما مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ وأيا ما يكون نوع المحافظ فإنها تشترك في عدة أهداف وأبرزها:

-المحافظة على رأس المال الأصلي لأنه أساسي إستمرار المستثمر بالسوق و إستقرار تدفق الدخل وفقا لحاجات الأفراد المختلفة، ووفقا لطبيعة المحفظة الإستثمارية المتشكلة من الأسهم والسندات لتلبية هذه الحاجات ونمو رأس المال وتنويع الإستثمار وذلك لتقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر والقابلة للسيولة والتسويق، وهذا يعني أن تكون الأصول المالية (أسهم-سندات) من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت.¹

2-محددات بناء المحفظة الإستثمارية:

إذا أردت الإستثمار في الأوراق المالية فمضى الأنسب التركيز على النمو الطويل الأمد إلا أنه قبل ذلك عليك أن تسأل نفسك لماذا أنا أحتاج إلى تنمية نقودي؟ ومتى أريد أن أستخدمها لذا فعليك أن تدرس المحددات الثلاث التالية:

المحدد الأول: أهمية نمو رأس مالك

إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقودك خلال زمن الإستثمار في الأوراق الحالية فإذا كنت بحاجة إلى الوصول إلى نقودك بعد فترة قصيرة فإنك قد تبحث عن فرصة توفر لك معدل نمو ثابتا وأمنا، إذا كنت تزيد إستثمار نقودك لأجل طويل فبإمكانك أن تكون مرتاحا بوضع نقودك في أوراق مالية التي يمكن أن تقدم لك معدل نمو عاليا خلال مدة من الوقت أو في إحد صناديق الإستثمار على سبيل المثال إذا كان إختيارك الإستثماري في الأسهم والسندات فالعائد على تلك الأوراق المالية قد يتقلب خلال مدة الإستثمار في الأوراق المالية والذي يهملك فعلا هو كيفية أداء الإستثمار في الأوراق المالية مع مرور الوقت.

¹ ماجد احمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص ص:134،133.

-إن الإستثمار في الأوراق المالية الطويلة الأجل يتأثر بعوامل، مثل معدل التضخم فأنت قد تخسر خلال الأجل القصير، ولكن الأوراق المالية الطويلة الأجل تفضل قادرة على نمو خلال أجلها الطويل، ما يهم هنا ليس تباطؤ معدلات النمو خلال فترة معينة من الوقت وإنما إذا كنت تحقق معدل نمو مرتفعا مع مرور الوقت.

المحدد الثاني: العائد أو نمو الأرباح

هي الفائدة أو ربح الأسهم الذي يدفع عن الإستثمار ويمكن أن يختلف في الأهمية اعتمادا على الإحتياجات، يمكن للسندات أن تعطي فائدة بنسبة مئوية أعلى من الأسهم التي تعطي عائد في الأجل الطويل كما يمكن أيضا البحث عن الإستثمارات تتيح عائد ملائما يمكن من الرضا عن قيمة الإستثمارات.

المحدد الثالث: المخاطرة

هي إحتمال خسارة بعض أو كل الإستثمارات، فكل مستثمر لديه مستوى متفاوت ومختلف من المخاطر المستثمرون المحافظون سوف يبحثون عن فرص تقدم لهم بعض الإجراءات للسيطرة على عوائدهم مثل سندات التوفير ذات المعدل المضمون من العوائد، وقد يختار المستثمرون المحافظون أن يتركوا بعض الفرص ذات النمو العالي وذلك للمحافظة على نقودهم في إستثمارات بمعدل العوائد مضمونة بدرجة أكبر وهناك قوى تؤثر على مستوى الخطورة، فمثلا إذا اشترت سندات فسوف تلاحظ أن إستثمارك يرتفع وينخفض مع أسعار الفائدة المتغيرة عندما تنخفض يرتفع سعر السهم وبالعكس.

-وكذلك فإن النقود المستثمرة في الأسهم سوف تحمل بعض المخاطر، فمثلا الإقتصاد الجيد أو الأرباح الجيدة لشركة ما تمتلك فيها أسهم قد يعني أن قيمة أسهمك ترفع أما إذا ضعف الإقتصاد أو إذا تعرضت الشركة التي تمتلك أسهما فيها لدعاية سلبية فإن سعر السهم قد ينخفض.

-إن تحمل بعض المخاطر يعني ثباتك وخروجك سالما من الفتور و الإنكماش في قيمة أسهمك، على أساس أن السعر سوف يعود للإرتفاع وأن قيمة الأسهم سوف تحتفظ بمعدل نمو عال بمرور الوقت.

ومثل المكونات الأخرى لحظة الإستثمار في الأوراق المالية فإن أهمية المخاطر في إستثمارك يمكن أن تكون مختلفة، ويعتمد ذلك على ما يلي:

موقعك في إطار مدة إستثمارك حيث أن المستثمرين لأجل القصير يبحثون عن إستثمارات مستقرة وأقل خطورة، ويقبل المستثمرون لأجل طويل أن يتحملون قدرا محددًا من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائد عال، وسبب جميع هذه العوامل فان النمو والعائد والمخاطرة سوف تتغير

خلال فترة حياتك ولذلك وجود خطة مالية مبنية إلى أساس صحيح هو المفتاح لقدرتك باعتماد على النفس وتأمين حالتك المالية، حيث يمكن تقييم الوضع المالي الراهن الذي تعيش به بناء على خططك وإختياراتك المستقبلية اعتمادا عليها، بحيث تكون إستثماراتك طويلة الأمد وواقعية للوصول إلى أقصى عائد ممكن¹.

المطلب الثالث: مكونات المحفظة الإستثمارية

ليست البورصة من المؤسسات المالية الحديثة بل يرجع بها العهد إلى الماضي البعيد إلا أن جهازها وعملياتها قد تطورت كثيرا مع مرور الزمن حتى أضحت مركز الحياة المالية وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم مكونات المحفظة المالية والتي تتمثل في الأوراق المالية بمختلف أنواعها.

أولاً: السندات

1-تعريف السندات:

السند هو وعد مكتوب من قبل المقترض(المصدر) بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو إقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لآجال طويلة وتعبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ إستحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا، تتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من قيمتها الإسمية والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر ووفي الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود أما السندات التي تصدرها شركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد إنقضاء مدة زمنية محددة .

2- خصائص السندات :

ولهذه السندات خصائص يمكن إجمالها كالآتي :

-تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر الورقة المالية.

-لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة.

-يكون من حق الحصول على فوائد ثابتة.

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص ص 77، 75.

-تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها.

-تتحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك كون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

-هذا ويصاحب هذه السندات نوعين أساسيين من الوثائق هما:

آ -**شهادة السند:** وهي الوثيقة التي تعبر عن الملكية ويتم الإفصاح فيها عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الإسمية للسند.

ب -**وثيقة عقد إصدار السند:** وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المصدر وحامل السند¹.

- يمكن القول أيضا أن السند هو عبارة عن عقد (أداة دين) طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند (المقترض) ويحمل السند قيمة إسمية وتاريخ إستحقاق معين ومعدل فائدة محدد.

-**القيمة الإسمية par or face value:** هي القيمة المبينة على وجه السند، وهذه القيمة تمثل كمية النقود التي تقترضها الشركة وتعد بدفعها عند تاريخ إستحقاق معين في المستقبل.

- **تاريخ استحقاق maturity date:** لكل سند تاريخ إستحقاق محدد في المستقبل، وعند هذا التاريخ يجب على الجهة المقترضة أن تدفع القيمة الإسمية، إن معظم السندات لها تواريخ الإستحقاق تتراوح بين 10 إلى 40 سنة.

-**سعر الفائدة the interest rate:** على مصدر السندان يدفع مبلغا محدد من الفائدة على السند كل سنة (وعادة تدفع الشركات كل ستة أشهر) وإن سعر الفائدة على السند يساوي قسمة دفعات الفائدة السنوية على القيمة الإسمية للسند.

- **حق الإستدعاء callprovision:** طالما هناك ميزة لحملة السندات وهي الحصول على عائد منها وبيعها في السوق قبل الإستحقاق فيكون الحق بالمقابل للشركة إستدعاء السند قبل تاريخ إستحقاقه (إسترجاع السند) وقد ينص عقد الإصدار على ذلك وتستفيد المنشأة من هذا الشرط إذا ما حدثت ظروف إقتصادية وتترتب عنها إنخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما إذا كانت عليه عند إصدار السندات عندئذ تقوم المنشأة باستدعاء السند وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل كيون أقل يتماشى مع

¹ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعلمية، مرجع سبق ذكره ، ص 75،76.

أسعار الفائدة في السوق وقد يكون السند لحامله وذلك يعتبر قابل للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، وقد يكون السند مسجلا بإسم المستثمر وعندئذ تدفع الفوائد للشخص المسجل بإسمه السند ويعتبر هذا النوع من السند بمثابة حماية لصاحبه ضد السرقة، إلا أنه غير قابل للتداول.

3-أنواع السندات: تنقسم السندات إلى نوعين رئيسيين هما:

-سندات حكومي GOVERNEMENTBONDS.

-سندات شركات الأعمال CORPORATEBONDS.

1- السندات الحكومية: هي السندات التي تصدرها الحكومة (وزارة المالية) وتنقسم هذه السندات إلى نوعين حسب مدة الإستحقاق قصيرة وطويلة الأجل وهي:

آ -أذونات الخزانة TREASURYBILLS: هي أداة دين قصيرة الأجل.

ب -سندات الخزانة TREASURYBONDS: هي أدوات دين طويلة الأجل تتراوح مدة إستحقاقها من سنة فما فوق وتصل إلى 40 سنة وتنقسم هذه السندات إلى نوعين هما:

-أوراق نقد الخزانة TREASURYNOTE: وتتراوح مدة إستحقاقها من سنة فأكثر وتصل إلى 10 سنوات أما النوع الآخر فهي:

-سندات الخزانة: والتي تتراوح مدة إستحقاقها من 10 سنوات فأكثر وتصل 40 سنة وتتمتع السندات الحكومية بأن العائد عليها معفى من الضريبة إضافة إلى أنها عديمة المخاطر ولكن تزداد مخاطرها في فترة الطويلة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق، أو نتيجة للمخاطر الناتجة عن تأجيل تسديد قيمتها في تاريخ الإستحقاق ويمكن تصنيف السندات الحكومية إلى:

أ-السندات غير قابلة للتداول: كالسندات الإدخارية حيث تشتري هذه السندات من وزارة المالية أو البنك المركزي وفي تاريخ الإستحقاق سيسترجع حملة هذه السندات قيمتها من الجهات التي أصدرتها والتي يتم تفويضها، وحامل للسند الإدخاري يحصل على معدل الفائدة المثلث على وجه السند بالنسبة للمستثمر الذي يرغب في إسترداد قيمة السند قبل تاريخ الإستحقاق فإنه يحصل على فائدة المبين على وجه السند ويهدف هذا الإجراء إلى عدم تشجيع المستثمرين على إسترداد قيمة السند قبل تاريخ الإستحقاق.

ب- السندات القابلة للتداول :وهذه السندات يتم تداولها في الأسواق المنظمة وغير المنظمة وتختلف هذه عن الإدخارية بأن العائد يشمل معدل فائدة إضافة إلى الأرباح الرأس مالية التي يمكن تحقيقها.

2سندات شركات الأعمال (إسناد القرض):

السند هو عبارة عن إتفاقية أو عقد قانوني وهو قابل للتداول كما أنه وعد بتسديد المبلغ الأصلي عند الإستحقاق مع الفائدة المحددة وتختلف السندات من حيث الدفع والضمان ومن نواحي فنية ويفرض القانون على الشركات في حالة الإفلاس أو التصفية القيام بتسديد المستحقات لحملة السندات قبل حملة الأسهم.

-إن إتفاقية السندات بين حقوق المقرض ومسؤولية المقترض والعقد يشمل على وصف لضمان الذي يعطي لحملة السندات، كما أن درجة المخاطرة تختلف بشكل كبير بين إصدارات الشركات من السندات من حيث مخاطر عدم الدفع الذي يرتبط بالمركز المالي للشركة والذي يتأثر بالعديد من المتغيرات وخلاصة القول أن الفائدة على سندات الشركات تتغير مع مستوى المخاطر.

آ -أنواع سندات الشركات:

هناك أنواع مختلفة من سندات الشركات وهي تتميز عادة حيث نوع الضمان المقدم لهذه السندات وطريقة الدفع في حالة عدم قدرة الشركة على تسديد قيمة هذه السندات وهذه الأنواع هي:

-**السندات المضمونة:**وهذا النوع من السندات مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا يجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها و في حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته كما أن عقد إصدار السندات قد ينص على وجود وصي أو أمين على الإصدار وعادة ما يكون بنكا يطلق عليه البنك الأمين، حيث بموجب عقد الإصدار تقوم الشركة بإيداع ما لديها من أوراق مالية لشركات أخرى لدى هذا البنك وهذا يكون لصالح ممثلة السندات من جهة وله تأثير على دعم سعر تلك السندات في السوق من أخرى وبهذا يمكن للشركة بوجود البنك الأمين أن تقترض عن طريق إصدار سندات وبشروط مناسبة.

- **السندات غير مضمونة :** هي سندات طويلة الأجل غير مضمونة بأي أصل من الأصول بل أن ضمانها يعتمد على المركز المالي و الإئتماني للشركة وما تحققه من أرباح كما قد ينص عقد إصدار على بعض البنود لحماية حملة السندات.

إن سعرا لفائدة على السندات غير مضمونة يكون أعلى من سعر الفائدة على السندات المضمونة وذلك لأن السندات المضمونة لها الأولوية على السندات الغير المضمونة في موجودات الشركة في حالة التصفية وفي حالة عدم الإستطاعة الشركة تسديد قيمة السندات مع فوائدها في تاريخ الإستحقاق، فيجب على حملة السندات التوجه إلى المحاكم من أجل الحصول على قرار من المحكمة يفضي بوضع اليد على موجودات الشركة.

-السندات ذات فائدة متغيرة: هذا النوع من السندات قد يكون مضمونا وقد إستحدثت هذه السندات نتيجة التغيير الكبير في أسعار الفائدة الجارية في السوق وعادة ما يرتبط سعر الفائدة على هذه السندات بسعر الفائدة على سندات أخرى مثل سندات الخزنة.

-سندات قليلة الجودة: وهي نوع حديث من السندات ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تصنف بأنها ليست من درجة الإستثمارات الجيدة لأنها تحتوي على نسبة مخاطر كبيرة لذا يكون العائد مرتفعا بالنسبة للمستثمر مقارنة بالمخاطر.

-السندات التي لا تعد بدفع الفائدة: هذا النوع من السندات يباع بخخص على القيمة الإسمية، حيث يسترد المستثمر القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة التي يدفعها المستثمر عند شراء السند وبين القيمة الإسمية مقدار الفائدة التي يحققها المستثمر.

-سندات المشاركة: هي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في الأرباح إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر هذه السندات من قبل شركات التي تعاني وضع إئتماني ضعيف لأنها لم تستطيع الحصول على أموال لتبقى مستمرة.

إن حملة الأسهم العادية غير الشركة يعارضون إصدار هذه السندات لأنهم يفضلون الإحتفاظ بالإرباح لأنفسهم¹.

3- مخاطر الإستثمار بالسندات :

على الرغم من تمتع السندات بميزة الثبات والإستمرار للتدفق النقدي من الكوبون والضمان في إسترداد (أصل الدين) إلا أن المستثمرين في سوق السندات يتعرضون إلى مخاطر منها ما يتعلق بالبيئة الإقتصادية العامة مثلا التوقعات التضخمية وتغيير أسعار الفائدة الإسمية.

¹ خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2011، ص ص: 347-350

-مخاطر التضخم: ويقصد بها انخفاض القوة الشرائية لأصل الدين والفائدة نتيجة الإرتفاع العام لمستوى الأسعار لاسيما السندات التي تربط كوبونها مع أي تغيير في أسعار الفائدة السوقية وعليه فإنه أي إرتفاع متوقع في معدلات التضخم تنعكس على معدلات الفائدة الحقيقية¹.

ثانيا: الأسهم

1-تعريف الأسهم :

يعرف السهم على أنه عبارة عن سند يرمز إلى مساهمة الشخص لملكية مشروع تجاري أو صناعي متمثل في شركة مساهمة يعطيه الحق في المشاركة في الأرباح كما يعتبر أداة للتمويل المباشر طويل الأجل سواء كان لتحويل الإستثمار (إنشاء مشروع جديد بالإكتتاب) أو لأجل توسيع نطاق الإستثمار عن طريق الزيادة في رأس مال المشروع الموجود بالفعل وهناك نوعان من الأسهم وهي الأسهم العادية والأسهم الممتازة².

أ-الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الإحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلا عن القيمة الإسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.

لا يجوز لحامل السهم أي المستثمر الرجوع على المنشأة المصدرة لإسترداد قيمته فإذا أدار التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال وفي حالة إفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد المستثمر القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم بل قد لا يسترد شيئا منها، هذا فضلا على أنه ليس من حقه المطالبة بنصيبه من الأرباح طالما لم تقرر الإدارة توزيعها³.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية(إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، مرجع سبق ذكره، ص :265

² زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، دار الراجحة للنشر للتوزيع، الطبعة الأولى، 2008، ص 247.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

-خصائص الأسهم العادية:

تمتع الأسهم بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم الخصائص ما يلي:

* **قابلية التداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال تجعل بإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدينة والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو الإبلاغ بها، خاصة إذا كانت تتوفر إستثناء بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة لكن القوانين التجارية تخضع في معظم الأحيان بشروط خاصة لعملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم.

* **الأسهم متساوية القيمة:** يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة بالسهم العادي تكون أسهمها متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى إذ يمكن لشركة معينة مثلاً سندات مختلفة القيمة الإسمية في آن واحد.

* **المسؤولية المحددة للمساهم:** تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركة التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤولية غير موجودة¹.

-أنواع الأسهم: تنقسم الأسهم إلى ثلاث فئات²:

*-من حيث الشكل الذي تظهر به إلى:

-أسهم إسمية.

-أسهم للحامل.

-أسهم للأمر.

*- من حيث نوع الحصة التي يدفعها إلى:

-أسهم نقدية.

-أسهم عينية.

¹ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص -ص84،83.

² عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة وقواعد إقتصاديات الإستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث القاهرة، مصر، 2010، ص 19.

*- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى:

-أسهم عادية.

-أسهم إمتياز.

-أسهم التمتع.

1-السهم الإسمي:

يصدر هذا نوع من الأسهم بإسم صاحبه مثبت في الشهادة، ويسجل أيضا بإسمه في سجلات الشركة، وعليه يتطلب إنتقال ملكية السهم هنا القيد في سجل المساهمين للشركة المصدرة.

2- السهم الأمر:

ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن وعليه يتم انتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون الحاجة للرجوع إلى الشركة.

3-السهم لحامله:

يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد إستلامه، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء ضياع أو السرقة لذا تحترم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم¹.

-مزايا وعيوب الأسهم العادية:

تمثل مزايا الأسهم العادية بالنواحي التالية:²

آ-لا يترتب عليها أي تكاليف ثابتة أو متغيرة إلا بعد أن يتحقق الربح وتتقرر نسبة التوزيع.

ب-تعطي مرونة أكثر من حيث تكاليف وتكون أقل خطر على الشركة من مصادر التمويل الأخرى.

ج-تساعد على تفادي فرض بعض القيود المالية على الشركة.

¹ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص84، 85.

² فيصل محمد الشوارة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري ومحتوى علمي، التمويل، الإستثمار-التخطيط-التحليل المالي)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013، ص ص 109، 108.

د- تعد مصدر تمويل من شأنه أن يزيد الثقة ويوسع الإقتراض.

هـ- سهولة تسويق وبيع الأسهم.

و- لا تشكل عبئا على التدفقات النقدية المستقبلية.

أما عيوب الأسهم العادية فتتمثل في:¹

أ- لا يحصل حملتها على أي توزيعات للأرباح إلا بعد سداد جميع الإلتزامات أخرى أي الأرباح المتبقية.

ب- المشاركة في تحمل الخسائر المالية حال حدوثها وبمشاركة جميع المساهمين .

ج- في حالة تصفية المشروع وإنهاء أعمالها بالكامل فإن أصحاب الأسهم العادية هم آخر من يحصل على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة.

د- في حالة حاجة الشركة لزيادة التمويل الذاتي على حملتها الإلتزام بقرار الجمعية العمومية بتوزيع جزء من الأرباح أو عدم إجراء توزيعات الأرباح.

ب- الأسهم الممتازة:

هي التي تعطي لحاملها الأفضلية على المساهمين العاديين تتمثل بتحديد نسبة ثابتة من المردودية، لهذا الأسهم تتحدد عند الإصدار وتحديد هذه النسبة المسبقة للعوائد يقرب هذا النوع من الأسهم إلى السندات الفارق بسيط هو أن الفوائد على السندات تدفع قبل حساب الضريبة على الأرباح، بينما أرباح الأسهم الممتازة تدفع بعد حساب الضريبة على الأرباح، وفيما عدا ذلك فإن الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية وخاصة فيما يتعلق بحقوق المساهمين².

كما يمكن القول أن الأسهم الممتازة تشابه إلى حد كبير السندات من حيث النوع والفرق بينهما هو أن أرباح الأسهم الممتازة قد يؤجل توزيعها بعكس فوائد السندات إذا لم يتم دفعها فإن الشركة تعتبر في حالة توقف قد يؤدي إلى تصفيته نهائيا ومن ناحية أخرى فإن الدائنون يتقدمون جميعهم في المطالبة بديونهم عند تصفية الشركة.³

¹ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، 1998، ص 14.

³ عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، دار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 90.

-أنواع الأسهم الممتازة :

يمكن تمييز الأنواع التالية للأسهم الممتازة المشاركة وغير المشاركة في الأرباح مع العادية،المجمعة للأرباح أو غير مجمعة للأرباح،قابلة للتحويل، أو غير قابلة للتحويل إلى عادية، مضمونة الأرباح.

1-الأسهم الممتازة المشاركة:

يشارك هذا النوع من الأسهم الممتازة الأسهم العادية فيما يبقى من الأرباح بعد أخذ نصيبها منها أولاً، وبتعبير آخر تأخذ الأسهم الممتازة أرباحها أولاً ثم تعود وتشارك العادية في الباقي أما غير المشاركة فهي لا تشارك العادية في أرباحها أي تكتفي بالأرباح المخصصة لها ولا يحق لها بالباقي.

2-المجمعة للأرباح أو المتراكمة:

عادة لا تحصل الأسهم الممتازة على الأرباح المحددة إلا إذ:

أ-حققت الشركة أرباح.

ب-أعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لهذه الأرباح.

فإذا لم يتحقق هذان الشرطان فإنه لن يتم توزيع الأرباح لا للأسهم الممتازة ولا للأسهم العادية فإذا كانت الأسهم الممتازة أسهماً مجمعة للأرباح (متراكمة) فإنها في السنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح لا تضيع حقوقها في تلك الأرباح بل تدور إلى التالية حيث تأخذ أرباح التي تستحقها عن السنة أو السنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح، إضافة إلى الأرباح التي تستحقها في السنة يتم فيها التوزيع، تجمع حقوقها في الأرباح ولا تحسرها عن السنوات التي لا يتم فيها التوزيع ومن هنا تم وصفها بأنها مجمعة للأرباح، أما الأسهم الممتازة غير مجمعة (غير متراكمة) فلا يحق لها أن تجمع حقوقها من السنوات التي لا يتم فيها توزيع الأرباح أي أنها لا تأخذ أرباحاً إلا في السنوات التي فيها التوزيع¹.

3-القابلة للتحويل:

يكون هذا النوع من الأسهم قابل للتحويل إذا كان بالإمكان تحويلها إلى أسهم عادية بعد مضي فترة زمنية محددة يكون منصوص عليها في عقد إصدارها، والقابلية للتحويل هي في مصلحة حملة الأسهم الممتازة لان الأسهم العادية تكون أفضل من الممتازة في الشركات المزدهرة ويكون التحويل وشروطه

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص ص61،60.

منصوص عليها في عقد الإصدار وعادة يكون خيار التحويل أو عدمه بيد حامل السهم، أما الأسهم الممتازة غير قابلة للتحويل فهي كما يدل إسمها عليها لا يمكن تحويلها إلى الأسهم العادية.

4-مضمونة الأرباح: هناك نوع من الأسهم تكون أرباحها مضمونة وهو إستثناء أي أن هذا النوع غير منتشر ولكنه موجود، فالأسهم الممتازة قد تتصف بأكثر من صفة من هذه الصفات فهي قد تكون مشاركة وقابلة للتحويل وقد تكون مجمعة للأرباح وقابلة للتحويل أو إلى مزيج آخر من هذه الصفات¹.

-مزايا الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بمزايا وخصائص تجعلها مختلفة عن غيرها من السندات سنذكرها فيما يلي:²

-حصول حامل السهم على نصيب سنوي ثابت تحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم أو في صورة مبلغ محدد.

-يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في إستفتاء حقوقها من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حل الشركة وهذه الصفة تمثل أمان على رأس المال كالأمان المتوفر لهم على الربح.

-إن الشركة المصدرة للأسهم الممتازة ليست ملزمة بإجراء توزيعات في كل سنة تحقق فيها الأرباح وإن هذه التوزيعات محددة بمقدار معين فهي لا تؤدي إلى إفلاس الشركة كما الحال في السندات.

-هناك فترات محددة للإحتفاظ بالأسهم الممتازة للمشاركة في تصويت أو ترشح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في المجلس العمومي أو التدخل في قرارات الإدارية.

ثالثا: المشتقات المالية

-تعرف المشتقات المالية أنها عقود أساسية لأدوات إستثمارية (عمولات أجنبية أوراق مالية) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية تشتق في إطار ما يسمى بالهندسة المالية وتعرف أيضا بأنها متطلبات محتملة ويتطلب الإستثمار في المشتقات المالية بالمخاطر الشديدة نظرا لإرتفاع درجة المخاطر التي تحيط بالأسعار كونها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل أساس الإستثمار بها وبالرغم من هذه المخاطر تحقق المشتقات المالية للمستثمر مزايا الرفع المالي نتيجة إستخدام أسلوب الهامش الذي يساهم في جني الأرباح نتيجة لتقلب

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي ، مرجع سبق ذكره ، صص 61، 62.

² رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره ، ص 152.

أسعار الأدوات المالية الأصلية التي تشتق منها هذه العقود، تستخدم المشتقات المالية كأداة للتحوط ضد المخاطر لحماية المستثمر في الأوراق المالية للتغيرات التي تؤثر على معدلات العائد¹.

كما يمكن تصنيف المشتقات حسب الالتزام إلى:²

- عقود ملزمة لحاملها ومصدرها وهي المستقبلات أو العقود الآجلة.

- عقود غير ملزمة لحاملها ولكنها ملزمة لمصدرها إذا شاء حاملها أن ينفذها وهي عقود الخيارات، ويمكن تصنيف عقود المشتقات حسب الترميط إلى:

- عقود منمطة من حيث الحجم ووعده الإستحقاق ويطلق عليها مصطلح المستقبلات.

- عقود غير منمطة أي أنها تفصل حسب رغبة المتعاقدين ويطلق عليها عقود ما فوق الكاونتر.

ويمكن إيضاح جملة من أدوات المشتقات فيما يلي:

1-الخيارات:

الخيار هو حق شراء أو بيع أداة مالية أو سلعة بكمية معينة وبسعر محدد، سعر التنفيذ وخلال مدة زمنية معينة لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، ومن الخيارات الخيار الأوروبي والخيار الأمريكي ويمكن الفرق بينهما في لحظة الشراء حتى تاريخ التنفيذ المحدد.

والخيار نوعان:

آ- خيار الشراء: الذي يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية.

ب- خيار البيع: الذي يعطي الحق لمالكة بيع الموجودات المالية لمجرد الخيارات بسعر محدد في المستقبل³.

2-عقود المستقبلات:

هي إلتزام نمطي إما بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أن يتم التنفيذ في المستقبل، كما يتم الإلتفاق على سعر وكمية الأصل عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل في المستقبل، وتختلف عقود المستقبلات عن عقود الخيارات بموجب إلتزام طرفي العقد بتنفيذ الإلتفاقية حتى

¹ دريد كامل الشبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 397.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص 90.

³ حاكم محسن الربيعي، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، ص 18.

النهاية، بينما تعطي عقود الخيار الحق وليس الإلتزام ، كما أن العقد المستقبلي نمطي ومنظم ويتعلق ذلك بـ:

-حجم العقد.

-تاريخ التنفيذ.

-الأسعار المستقبلية التي يتم التنفيذ على أساسها.

-إن المتطلبات التعامل يودع في البورصة مبلغ معين يسمى الهامش تتراوح قيمته ما بين 5% إلى 10% من قيمة العقد ككفالة حسن التنفيذ من قبل أطراف العقد.

-أنواع عقود المستقبليات: تتعدد أنواع عقود المستقبليات حسب موضوع العقد أو الشيء المتعاقد عليه وهكذا نجد¹:

1-عقود المستقبليات المالية وفيها يتم التعامل ببيع أو شراء كمية محددة من الأوراق المالية.

2-عقود المستقبليات المحاصيل الزراعية وفيها يتم بيع أو شراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية.

3-عقود المستقبليات العملات الأجنبية وفيها يتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من العملات الأجنبية.

3- المبادلات:

هو إتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت تسبق تحديدها، فالتبادل بالأساس هو إستبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منها الرغبة في التنازل عن سلعة مقابل حصول على سلعة الطرف الآخر، فهناك عقود المبادلة الإختيارية وهي خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد.

4-العقود الآجلة:

تعرف بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق حسب شروط متفق عليها في العقد يكون على شكل موجود معين بموجود آخر ويسعر محدد عند التقاعد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل².

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، مرجع سبق ذكره، ص 97،99.

² حاكم حسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبليات ، الخيارات ، المبادلات)، مرجع سبق ذكره، ص 108.

المبحث الثاني: أهم الضوابط وأساليب تكوين المحفظة وكيفية قياس أدائها:

يعد الإستثمار عملية توظيف الأموال بهدف تحقيق عوائد إستثمارية لمختلف الأوراق المالية التي تمتاز بسهولة التداول والتحول إلى سيولة ومن خلال الضوابط وأساليب التي سيتم التطرق إليها من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: ضوابط بناء وسياسة تكوين المحفظة الإستثمارية

سنتطرق في ها المطلب إلى أهم السياسات والضوابط لبناء المحفظة الإستثمارية

أولاً: ضوابط بناء المحفظة الإستثمارية :

إن المحفظة الإستثمارية تحتاج إلى مجموعة من الضوابط لبنائها بشكل صحيح، ومن أبرز هذه الضوابط نذكر منها:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأس ماله الخاص في تمويل المحفظة دون أن يلجأ إلى الإقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم شركات منخفضة المخاطر بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي على جزء من الأسهم ذات المخاطر المالية والتي تكون الفائدة مرتفعة وفق لقدرة المستثمر لتحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب تحديد الفترة الزمنية للإستثمار مسبقاً وإن لم يتم تحديد نوع الإستثمار من حيث المدة إذا كان هذا الإستثمار قصير الأجل أم طويل الأجل.

أن يقوم المستثمرين بإجراء التغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت طرفيه بشكل يسمح له بتحمل أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق وإذا ما إتضح إنخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخطط له بحيث تصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

- تحقيق مستوى ملائم من التنوع بين قطاعات الصناعة، ومن الخطأ تركيز الإستثمارات في أسهم شركات واحدة. حتى إذا كان رأس المال في سلة واحدة، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة إنخفضت المخاطر فمثلاً محفظة فيها أسهم ثلاثة شركات مختلفة القطاعات تكون أقل مخاطر من المحفظة منها أسهم شركتين فقط وهكذا¹.

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 144، 145.

ثانياً: سياسة تكوين محفظة إستثمارية

يمكن أن نميز بين ثلاثة سياسيات لتكوين المحافظ هي السياسة الهجومية، السياسة الدفاعية، السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية).

1-السياسة الهجومية:

يتبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحديثة في أسعار أدوات الإستثمار، بمعنى أن إهتمام المستثمر أكثر من إستمرارية الدخل المحقق من الإستثمار يطلق على هذا النوع من المحافظ (محفظة رأس المال) ومن أفضل أدوات الإستثمار لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80% أو 90% من قيمة المحفظة ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات إزدهار الإقتصادي. فعند شراء أسهم عادية و الإحتفاظ بها فإنها بحكم الإزدهار الإقتصادي تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر أرباح رأس مالية بمجرد زيادة سعر تلك الأسهم.

2-السياسة الدفاعية:

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظاً. عنصر المخاطرة وذلك بسبب تركيزه على عامل الأمان الذي يعطي أهمية كبيرة للأدوات للإستثمارية ذات الدخل الثابت أكثر من إهتمامه بالأرباح الرأس مالية وعليه يطلق على هذه المحفظة إسم محفظة الدخل وتشكل قاعدتها الأساسية في السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% و 80%.

3-السياسة المتوازنة (الدفاعية الهجومية):

يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق التوازن نسبي في محفظة تؤمن عوائد معقولة عند مستويات معقولة من المخاطر، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات إستثمار أخرى، يتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت بذروة معقولة دون أن تدرسه من جهة تحقيق أرباح الرأس مالية في حالة توفرها، تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ الإستثمارية تشكيلة متوازنة من أدوات الإستثمار أدوات الإستثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل:أذونات الخزينة + أدوات الإستثمار طويلة الأجل مثل العقارات الأسهم العادية والممتازة، السندات طويلة الأجل¹.

¹ طاهر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، طبعة الأولى، 2012، ص ص82،81.

المطلب الثاني: أساليب تنويع المحفظة الإستثمارية

الميزة الأساسية لتكوين المحفظة الإستثمارية هي التنوع أي تمكين المستثمر من إختيار توليفة أو تشكيلة من أوراق المالية بهدف تخفيف المخاطر، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع أهمها:

1-تنويع جهة الإصدار:

بذلك عدم تركيز الإستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة وإنما توزيع الإستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد في هذا العدد أسلوبان شائعان للتنوع وهما: التنوع الساذج وتنويع ماركوتز.

أ-التنويع الساذج (البسيط):

يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الإستثمارات التي تتضمنها المحفظة بحيث كلما إنخفضت المخاطر التي سيتعرض لها عائلها بات التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كان يقرر المستثمر إلا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5 من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد من المنشآت¹.

إن الإيجابيات المترتبة عن إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضا عدد من السلبيات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة وأهم هذه السلبيات ما يلي:

-صعوبة إدارة المحفظة: إن الإدارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

-ارتفاع تكاليف المعاملات: إن شراء وبيع الأوراق المالية يتطلب دفع عمولة للوسيط الذي يقوم بعمليات البيع والشراء خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة من أوراق مالية متعددة.

- اتخاذ قرارات استثمارية غير سلمية: حيث أن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية غير صحيحة تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة².

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 131.

² جمال الدين برفوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 83، 86.

ب- تنويع ماركوتز: ويعتمد هذا الأسلوب على الطرق العلمية الصحيحة في إختيار أصول المحفظة وبعد دراسة جيدة مع مراعاة معامل الارتباط ويفضل أن لا يكون بين الأوراق المالية درجة عالية مع معامل الارتباط وذلك لتقليل المخاطر بالقدر الممكن¹.

-ولهذا الغرض اعتمد ماركوتز على تباين معدلات الفوائد في قياس مخاطر المحفظة في ظل فرضيات مقبولة و إستخرج معامل الارتباط بين الإدارات المختلفة خلال العلاقة بين العائد والمخاطرة².

-تنويع تواريخ الإستحقاق: تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع إستثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الإستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الإستثمار في كل منهما وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك الثلاث أنواع:

- الأسلوب الهجومى.

-تدرج تواريخ الإستحقاق.

-التركيز على الإستثمارات قصيرة وطويلة الأجل.

أ- الأسلوب الهجومى:

يقوم هذا الأسلوب على تحويل المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس وفق الإتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة فإذا أدت التوقعات إلى إرتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل وإستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث إرتفاع فعلي في أسعار الفائدة أما إذا توقع إنخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل وإستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

ب- تدرج تواريخ الإستحقاق:

يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على إستثمارات ذات تواريخ إستحقاق مندرجة ويقتضى هذا الأسلوب قيام المستثمر بوضع حد أقصى لتاريخ الإستحقاق الذي يمكن قبوله بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الإستحقاق التي يمكن قبولها من ثم يقوم بوضع هيكل لتواريخ الإستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار 10 مليون وأخص تاريخ استحقاق 10 سنوات فانه يوزع مخصصات المحفظة على 10 أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى.

¹ غازي فلاح المومني، مخاطر المحفظة والعوامل المؤثرة عليها، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ص 132.

² محمد عوض عبد الطراد علي إبراهيم الشديفت، الاستثمار في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 34.

ج- التركيز على الإستثمارات قصيرة وطويلة الأجل:

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الإستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل (من سنة إلى ثلاث سنوات) والأوراق المالية طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات) ويعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر إستقرار العائد وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا إنخفض سعر الفائدة، أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (من 4 إلى 6 سنوات) فهي لا تحقق أيا من هديفي السيولة أو الربحية لذلك فإنه يجب تجنب الإستثمارات في هذا النوع من الأوراق¹.

المطلب الثالث: قياس أداء المحفظة الاستثمارية

يمكن قياس أداء المحفظة من خلال الأساليب التالية:

أولاً: أساليب قياس عائد المحفظة الإستثمارية:

إن حساب الأداء الإجمالي للمحفظة هو ليس سوى جزء من عملية تحليل المحفظة الإستثمارية وإذا أردنا أن نفهم بيع مصادر العائد في المحفظة لا بد من حساب كل مكونات العائد على الإستثمار للأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنهج الحساب هنا هو نفسه بالنسبة لإجمالي المحفظة. ويمكن حساب التدفقات النقدية لمكونات العائد وفق الصيغة الآتية:

$$Rit=(Dit+Pit-Pto) /Pto$$

حيث أن:

Rit = معدل عائد الورقة المالية المحقق خلال الفترة.

Dit = مقسوم الأرباح للورقة خلال الفترة.

Pit = سعر الورقة المالية خلال الفترة.

pto = سعر الورقة المالية خلال الفترة السابقة.

وفي حال يكون المقسوم في شكل أسهم مجانية فلا بد من أخذ ذلك بعين الإعتبار عند حساب معدل الفائدة للمحفظة ويتم حساب العائد المتوقع للورقة المالية ضمن المحفظة وفق الصيغة التالية:

$$\bar{R}_i = a_i + B_i \bar{R}_m$$

¹ جمال الدين برفوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 86، 88.

حيث أن:

$$R_i = \text{معدل العائد المتوقع للورقة المالية.}$$

من الناحية الإحصائية هو التقاطع، أما من الناحية المالية فهو معدل عائد الورقة المالية عندما يكون عائد محفظة السوق صفر أي العائد النظامي الخاص بعوامل متعلقة بالشركة المصدرة للورقة المالية. $C_i =$ هو بيتا الورقة المالية وهو بين حساسية معدلات عائد الورقة المالية لتحركات معدلات عائد محفظة السوق.

ويتم حساب معدلات عائد الورقة بإعتماد على نموذج المؤشر الواحد الذي يستخدم في حساب معدلات عائد المخاطر النظامية كمتغير تابع لكل ورقة مالية، أما العائد المتوقع للمحفظة يكتب بالصيغة التالية :

$$\bar{R}_p = a_p + B_p \bar{R}_m$$

حيث أن:

$$\bar{R}_p = \text{معدل العائد المتوقع.}$$

إحصائيا يعرف بحد التقاطع للمحفظة الإستثمارية وماليا يطلق عليه العائد المتوقع للمحفظة ويمكن حسابه وفق الصيغة التالية:

$$a_p = \sum_{i=1}^n w_i a_i$$

حيث أن:

$$w_i = \text{تمثل النسبة المستثمرة في الورقة المالية.}$$

$B_p =$ إحصائيا هو بيتا للمحفظة الاستثمارية فضلا عن كونه المعدل الموزون لجمع بيتا الأوراق المالية بالمحفظة من الناحية المالية، كما أنه مقياس مدى حساسية معدلات عائد المحفظة الاستثمارية.¹

¹-الباس خضير الحمدوني ، تقييم أداء المحافظ الإستثمارية (بالتطبيق في سوق عمان المالي) ، مجلة الأنبار في العلوم الإقتصادية و الإدارية ، المجلة 4، العدد7، ص 314-315.

ثانيا: أساليب قياس مخاطر المحفظة الاستثمارية

تعرف المخاطر بأنها عدم التأكد من النتائج المتوقعة وتظهر عند إدارة موجودات الشركة أنواع عديدة من المخاطر التي تقلق مدراء المحافظ الإستثمارية وعادة ما تصنف المخاطر إلى أربعة أصناف رئيسية هي:

1-مخاطر السمعة أو مخاطر الفشل.

2-المخاطر التشغيلية.

3-المخاطر الائتمانية.

4-مخاطر المحفظة.

1-إن مخاطر الفشل في أي تصنيف للمخاطر يمكن أن تسبب ضررا كبيرا على سمعة الشركة وقد تتيح مخاطر الفشل عن مخالفة القيود الداخلية والخارجية لنظام الشركات إذ قد لا يكون هناك تمييز بين القيود الداخلية والخارجية مما قد يؤدي إلى فشل السيطرة على الشركة.

2- أما الأخطار التشغيلية فتمثل أخطار البشرية و إحتيال وفشل النظام وضعف الضوابط والإدارة.

3- تحدث مخاطر الإئتمان عندما لا يكون العميل راغبا أو قادرا على الوفاء بالتزامات إتجاه الشركة.

4- أما مخاطر المحفظة الإستثمارية وقياس أدائها فان مدراء المحافظ الإستثمارية والمستثمرين يشعرون بالقلق إزاء مخاطر المحفظة التي بعدم التأكد من تلبية توقعات العملاء ومدراء المحافظ وللوصول إلى تحديد بشكل دقيق لا بد من التفرقة بين إدارة المخاطر والسيطرة على المخاطرة، فمدير المحافظ الإستثمارية ومدير المخاطر يدفعون إلى المجازفة ويتحملون المخاطر من أجل تحقيق الفوائد أعلى، أي لا بد التفكير قبل وقوعها.

ثالثا: مقاييس المخاطرة:

المخاطرة هي التقلب أو التشتت في متوسط العائد ومقاييسها هي متوسط الانحراف المطلق والتباين و الإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف.

ومن أكثر المقاييس شهرة من الناحية الإحصائية أن تقاس المخاطرة بإستخدام التوزيعات الإحتمالية فكلما إشتد انحناء التوزيع الإحتمالي للعوائد المتوقعة في المستقبل كما إنخفضت مخاطرة الإستثمار ولذلك يستخدم الإنحراف المعياري لقياس شدة إنحناء أي قياس المخاطرة، كما أن إنخفاض الإنحراف العياري أي

زيادة شدة التوزيع الإحتمالي يؤدي إلى إنخفاض المخاطرة ويشير الإنحراف المعياري الأعلى إلى مزيدا من التقلب أو المخاطرة ويحسب الإنحراف المعياري وفق القيمة الآتية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2 / n}$$

حيث أن:

σ = الإنحراف المعياري.

r_i = عائد الورقة المالية خلال الفترة.

\bar{r} = متوسط عائد الورقة المالية.

n = عدد الملاحظات.

وفقا للصيغة السابقة يمكن حساب الإنحراف المعياري سواء كانت البيانات يومية، شهرية أو سنوية¹.

رابعا: معامل الاختلاف كمقياس للمخاطر:

يمكن أن تظهر بعض المشاكل إستخدام الإنحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الإنحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع النسبة المئوية لإنحراف العوائد لأحدهما أكبر من الأخر).

ويمكن تجنب هذه المشكلة لو إستفدنا من معامل الاختلاف لمقياس الخطر بدلا من الإنحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية²:

$$CV = \frac{\sigma_{RX}}{E(RX)}$$

خامسا: التباين كمقياس للخطر:

تقاس مخاطر الورقة المالية بتباين عوائدها وفق الصيغة التالية:

$$V_{ai} = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 / n$$

حيث أن:

v_{ai} = تباين عوائد الورقة المالية.

¹ إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية (بالتطبيق في سوق عمان المالي)، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد7، 2011، صص 315-317.

² جمال الدين برفوق، وآخرون، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، صص 68

Rit = معدل عائد الورقة المالية المحقق خلال الفترة.

\bar{Ri} = معدل العائد المتوقع للورقة.

n = عدد المدة الزمنية.

سادسا: قياس مخاطر السوق (المخاطر النظامية)

تعد تعبير عن المتغيرات والظروف الإقتصادية العامة كارتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة ، وفقا لذلك تشكل هذه المخاطر تهديدا مستمر للمحفظة (مدير المحافظة الإستثمارية تنوع المحفظة ، هذا النوع من المخاطر فإنه عادة ما يتطلب عائد أكبر بمعنى آخر معرفة الإسهام النسبي لمخاطر المحفظة الورقة المالية في إجمالي السوق وذلك كون مخاطر المحفظة ناشئة عن متغيرات السوق، ويتم قياسها للورقة المالية الواحدة بمدى العائد المتوقع صعودا أو نزولا.

مع نفس التبادلات التي تحدث في السوق ، وتقاس مخاطر السوق بإستخدام معامل بيتا، أي أن المخاطر النظامية هي حاصل ضرب مربع معامل بيتا بالإستناد على الفترات الزمنية السابقة لأن توقعات المستثمرين تعتمد في جانب منها على البيانات التاريخية، وفي جانب آخر على تنبؤات المستقبلية والصيغة الآتية تعتمد في حساب معامل البيت:

$$\text{Beta}_i = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{var}(R_m)$$

حيث أن:

$$\text{Cov}(R_i, R_m) = \text{التباين المشترك لعوائد السوق مع عوائد الورقة المالية.}$$

$$\text{Var}(R_m) = \text{التباين للعوائد المتوقعة للسوق.}$$

سابعا: مداخل قياس العائد المعدل بالمخاطر :

توجد ثلاثة مداخل رئيسة لحساب العائد المعدل بالمخاطر هي:

أ/ مقياس شارب أو نسبة شارب:

تُحسب نسبة شارب بقسمة متوسط العائد الإضافي للمحفظة على الإنحراف المعياري وفق الصيغة

الآتية:

$$SR = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث أن:

Sharpe Ratio =SR نسبة شارب .

\overline{Rp} = معدل عائد المحفظة خلال الفترة.

Rf = معدل العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

σ_p = الانحراف المعياري خلال الفترة.

ويتضح من خلال الصيغة السابقة أن نسبة شارب تقيس مستوى كفاءة المحفظة بمدى قدرتها في تحقيق العائد الخالي من المخاطر والذي عادة ما يعرف بأنه سعر الفائدة على التحويلات الضريبية أو سعر الفائدة، سعر ودائع التوفير.

ب/ مقياس ترينور:

نسبة ترينور مماثلة لنسبة شارب فالبسط أو المحور الرأسي يمثل معدل العائد والمحور الأفقي يمثل المخاطر النظامية وفقا لحسابات بيتا أي بمعنى آخر أن الاختلاف بين النسبتين أن مقام النسبة في ترينور يعتمد على معامل بيتا للمحفظة وليس على الانحراف المعياري كما هو في نسبة شارب وتحسب نسبة ترينور وفق الصيغة التالية:

$$Tr = \overline{Rp} - Rf / Bp$$

حيث أن:

TR = مؤشر أو نسبة ترينور.

Bp = معامل بيتا خلال الفترة.

ج/ مقياس جنسن:

ويسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا Jensen alpha أو العائد التفاضلي لجنسن ويعتمد هذا المقياس على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CaPM ويحسب هذا النموذج بالصيغة التالية¹:

$$\overline{Rp} = Rf + Bp(Rm - Rf)$$

\overline{Rp} = مؤشر أو نسبة جنسن.

¹ إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية (بالنظر في السوق عمان المالي)، مرجع سبق ذكره، ص ص : 318-322.

المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

بالرغم من المزايا المتعددة التي تتضمنها عملية الإستثمار إلا أن المستثمر يتعرض لجملة من المخاطر قد تؤدي إلى خسارته، ومن أهم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال إستثماره في مختلف الأوراق المالية سنتطرق إليها من خلال المطالب التالية :

المطلب الأول: المخاطر المرتبطة بالسندات

معرفة المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الإستثمار تعتبر خطوة مهمة في هذا المجال، فبرغم من ميزة السندات كثبات العائد إلا أن المستثمر يواجه مخاطر يمكن توضيحها من خلال ما يلي:

1/ مخاطر سعر الفائدة:

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة وفيما إذا كان الاقتصاد يتسم بالإنعاش أو الإنكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فإرتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع مالديهم من سندات في السوق مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول ومع محدودية الطلب عليها في السوق فإن أسعارها تهبط بشكل حاد وفقا للعلاقة بين العرض والطلب¹.

-فأي تغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل وقد يتعرض لخسارة كبيرة إذا ما صادف إرتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس أسعار الفائدة بإستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة².

2/مخاطر التضخم:

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية أي إمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الإستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بأسعار مالية، أي تعرض الأموال لإنخفاض في قيمتها الحقيقية حتى لو إرتفعت قيمته النقدية للإستثمار قد يكون ذلك نوع من الوهم إذا كانت مستويات الأسعار قد إرتفعت بمعدلات أكبر يكون هذا النوع من المخاطر كبير في حالة الإستثمار

¹ حمزة محمودي الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 234.

² محمد محمود عبد ربه، مخاطر الإعتماد على البيانات المحاسبية عند تقديم الإستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر،

في حسابات التوفير أو التأمين على الحياة أو السندات أو أي إستثمار يحمل معدل فائدة ثابت، فإذا إرتفع معدل التضخم يرتفع معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للإستثمار وذلك لإنخفاض القيمة الحالية.¹

3/مخطر إستدعاء السند:

صدر بعض الشركات سنداتهما مقرونة بشروط الإستدعاء مما يعطيها الحق في إعادة شراء تلك السندات من حملتها بعد تاريخ معين محدد في نشرة الإكتتاب وعادة ما تعتمد المنشأة ذلك عندما توجد مؤشرات لإحتمال إنخفاض أسعار الفائدة في السوق قبل بلوغ السندات لتاريخ إستحقاقها، إذ في هذه الحالة تستطيع المنشأة أن تعيد شراء تلك السندات وإحلالها محل سندات جديدة ذات معدل فائدة أقل، هذا يعني أن الإستدعاء ينطوي على بعض المخاطر إذ سيضطر المستثمر إلى التخلي عن سند آخر ذو عائد أقل وهو ما يطلق عليه بمخاطر إعادة الاستثمار.²

4/مخاطر السيولة:

يقصد بها إمكانية التصرف في الورقة المالية بسهولة دون تعرض سعرها لإنخفاض شديد حيث تفتقر السندات لخاصية السيولة خصوصا إذا كانت طويلة الأجل، لذلك فإن المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته الإسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع المخاطر ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حددها الأدنى ينصح المستثمرون بأخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:

-حجم الإصدار.

-حجم الصفقة.

-فئة السند.

-كلما زاد حجم الإصدار، وزاد حجم صفقات التعامل و إرتفعت فئة السند، كلما زادت السيولة والعكس صحيح.

¹ فلاح الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، الأردن 2000، ص 169.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص 499.

5/ مخاطر الإطفاء السنوي للسند:

يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد سندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها إرتفاعا في السعر السوقي للسند مقارنة بالقيمة الاسمية فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرار كبيرة لحملة هذه السندات عن طريق حرمانها من تحقيق أرباح رأسمالية كان بإمكانهم تحقيقها لو تمكنوا من الإحتفاظ بهذه السندات لذا ينصح حملة السندات بدراسة شرط الإطفاء بعناية الذي يتضمنه عقد الإصدار¹.

6/ مخاطر تاريخ الإستحقاق :

يقصد بها أنه كلما زاد تاريخ الإستحقاق زاد عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية، فالقدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاث سنوات هي أكثر من قدرة على التنبؤ بالمخاطر التي تتعرض لها ورقة مالية تستحق بعد ثلاثون سنة، هذا يعني أنه لا بد من الحصول على عائد أكبر يعوض عن مخاطر الإستثمار في السندات التي يحل تاريخ إستحقاقها بعد وقت طويل².

المطالب الثاني: المخاطر المرتبطة بالأسهم

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم المخاطر المرتبطة بالإستثمار في الأسهم والتي منها مخاطر السوق، الصناعة و الإدارة، الإفلاس الرفع التشغيلي مع الملاحظة أن هذه المخاطر يمكن أن تؤثر في السندات لكن بدرجة أقل الإستجابة.

1/ مخاطر السوق:

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في الأسعار الورقية المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار مع الإستجابة للأحداث الخارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات المعنية) فعندها يحدث تحرك في السوق الخاص بالأسهم صعودا أو هبوطا لأن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس إتجاه السوق حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث ومن أهم المخاطر السوقية، تلك المخاطر الناتجة عن إستثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم، فإذا

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، صص 117-119.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 497.

كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة، مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول¹.

2/المخاطر الصناعية:

تتعرض كل المنشآت العامة و خاصة العاملة في صناعة واحدة أو عدة صناعات إلى قابلة تغير العائد سبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العامة خارج تلك الصناعة وهذه القوى يطلق عليها مخاطر الصناعة، تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، لصعوبة توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة ووجود خلافات مستثمر بين العمال وإدارة المصنع و التأثيرات الخاصة بالقوانين المتعلقة بالرقابة على التلوث وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية وهناك أيضا تأثيرات متعلقة بالتغيرات المستمرة في أذواق وتفصيلات المستهلكين في الإقتصاديات المتطورة وظهور المنتجات الجديدة أو تكنولوجيا جديدة².

3/ مخاطر الإدارة:

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارات في الشركة حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة ومستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسارة فادحة وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس، وفي المقابل، فإن يقظة الإدارة وتدخلها في الوقت المناسب في مواجهة المشاكل و إستغلال الظروف المواتية، وعمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف وغايات الشركة، يكون له دون شك مردود إيجابي على عائدها المادي وبالتالي يؤثر هذا على أسعار أسهمها³.

4/ مخاطر الأعمال:

تشير هذه المخاطر إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية لمنشأة المستثمر ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي، ومتغيرات هذا الأداء والبيئة التشغيلية التي تعكس مجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية والظروف الإقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين وتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية وتشق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتهي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع إقتصادي لآخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي:

¹ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم سندات، وثائق استثمار، خيارات)، مرجع سبق ذكره، ص 197.

² فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي و إستراتيجي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 170.

³ حامد العربي الخضري، تقييم الاستثمارات، إدارة الكتاب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص 48.

التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة التفسير في أسعار بيع منتجات المنشأة التغير في درجة الرفع التشغيلي التغير في أسعار مدخلات المنشأة.

- وتقاس مخاطر الأعمال بدرجة الثقل في صافي ربح العمليات عبر الزمن والذي توضحه المعادلة التالية¹:

$$\text{مخاطر الأعمال} = \frac{\text{الإحتراف المعياري لربح العمليات}}{\text{متوسط ربح العمليات}}$$

5/مخاطر رفع التشغيلي والمالي :

يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل التكاليف أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية للتكاليف الكلية وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف ، وتقاس مخاطر الرفع التشغيلية من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت الاختلافات أو تباين العائد على السهم أي إنخفاض بسيط في رقم المبيعات يؤدي إلى إنخفاض كبير في ربح التشغيل ويتم الحساب الرفع التشغيلية على النحو التالي²:

$$\text{الرافعة التشغيلية} = \frac{\text{التغير في ربح التشغيلي}}{\text{التغير في المبيعات}}$$

أما مخاطر الرفع المالي فتحدث نتيجة إستخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات للأسهم الممتازة والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى إستخدام أموال ذات أعباء ثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية³.

وتكمن المخاطر عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل مما يؤدي إلى انخفاض في الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسارة، ويمكن حساب الرافعة المالية على النحو التالي⁴:

$$\text{الرافعة المالية} = \frac{\text{صافي التغير في الأرباح بعد الضريبة}}{\text{التغير في ربح التشغيل}}$$

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 70.

² حامد العربي الحضيري، تقييم الإستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص 190.

³ فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 182.

⁴ حامد العربي الحضيري، تقييم الإستثمارات ، المرجع نفسه ، ص 188.

6/مخاطر الإفلاس:

تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد إلتزاماتها إتجاه الغير نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عند إقتراح تنفيذ إستثمار أو توسيع نشاطاتها فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة أو الشركة، إذ قد تبتعد عن مخاطر التوقف عن السداد، وهو ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية، نسبة وتمكن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد إستفادة الدائنين على حقوقهم كاملة حيث أنه لا يمكن أن يبقى بعد التصفية ما يكفي لإسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق أن إستثمروها في تلك المنشأة¹.

- المخاطرة في سوق الأسهم:

يعود سبب وجود المخاطر في سوق الأسهم لأسباب منها السياسة والإقتصادية والتنافسية بين الشركات في نفس المجال.

-معامل المخاطرة بيتا: وهو يقيس المخاطرة لسهم معين ويمكن فهم هذا المعامل كالتالي:

- إذا كان المعامل بيتا = 1 فإن السهم يرتفع وينخفض بشكل مساوي للسوق ككل.

- إذا كان المعامل بيتا = 0.5 فهذا يعني أن السهم يرتفع وينخفض بنصف حركة إرتفاع أو إنخفاض السوق ككل.

-إذا كان المعامل بيتا = 2 فهذا يعني أن السهم يرتفع وينخفض بضعف حركة إرتفاع أو انخفاض السوق².

المطلب الثالث: المخاطر المرتبطة بالمشتقات

إن مخاطر الإستثمار في المشتقات المالية كبيرة جدا وينشأ إرتفاع هذه المخاطر من حالة عدم التاكيد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر و إنما مع المستقبل .

و هناك أربعة مخاطر للمشتقات هي :

1- مخاطر الإئتمان : هي مخاطر عدم الإيفاء بالإلتزامات المالية من قبل المتاجرين بالمشتقات المالية³.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 234.

² سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 91.

³ -هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية ، الوراق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن الطبعة الأولى ، 2008، ص: 241.

- كما يتعلق هذا النوع من المخاطر بما يحصل من مواقف للأطراف المتعاقدة بسبب عدم القدرة على الوفاء بالتسديد من أحد جانبي العقد و توجد في كل النشاطات وزيادتها أو إنخفاضها تعتمد على أطراف العقد (كاتب الخيار مثلا) وتختلف هذه المخاطر في سوق الخيارات الموازي باختلاف المؤسسات¹.

2- مخاطر السوق : وهي مخاطر تأثر على جميع المستثمرين ويصعب تجنبها مثل الإنكماش الإقتصادي للبلد أو المشاكل السياسية .

3- مخاطر قانونية : هي مخاطر فرض قوانين جديدة على العامل بالمشتقات مثل القوانين الضريبية أو المرتبطة بتنظيم الأسواق المالية .

4- مخاطر تشغيلية : هي مخاطر عدم كفاءة إدارة محفظة المشتقات المالية².

5- مخاطر التسوية : هي مخاطر تنفيذ المعاملات المتفق عليها ، ففي الأسواق المالية الأمريكية مثلا تمتد مدة التسوية إلى خمسة أيام من تاريخ البيع حتى تاريخ التسوية الفعلية لذا فإن أحد الأطراف قد يتعرض للخسارة إذا تحرك السعر خلال هذه الأيام في غير صالحه قبل التسوية النهائية الخاصة عندما لا يتوافق زمن تسليم الثمن مع زمن تسليم الأصل المتفق عليه .

6- مخاطر إقتصادية : تأتي هذه المخاطر من التغيرات في الظروف الإقتصادية كالعرض و الطلب و الإستهلاك و التضخم و التي غالبا ما تنتج عنها تغيرات كبيرة في بيئة الأعمال .

7- مخاطر نظامية: ويطلق عليها أيضا بالمخاطر الغير قابلة للتنوع ، وتعود هذه المخاطر إلى عوامل سوقية تؤثر في جميع الشركات والتي لا يمكن منعها من خلال التنوع وهذه العوامل تتمثل بالحروب و التضخم والأحداث الدولية و السياسية .

8- مخاطر اللانظامية : و تتمثل بالمخاطر التي تؤثر في موجود منفرد أو مجموعة صغيرة من الموجودات أي أن هذه المخاطر تخص فقط الشركات أو الموجود المنفرد لذلك يطلق عليها أحيانا بمخاطر الموجود المنفرد أو الخاص³.

¹-حاكم محسن الربيعي و آخرون ، المشتقات المالية (عقود المستقبلية ، الخيارات ، المبادلات) ، مرجع سبق ذكره ، ص : 254.

²-هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص-ص: 241-242.

³-حاكم محسن الربيعي و آخرون ، المشتقات المالية (عقود المستقبلية ، الخيارات ، المبادلات) ، المرجع نفسه ، ص-ص: 258-259.

خلاصة الفصل :

تعتبر المحفظة الإستثمارية من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثا ، وهي مجموعة من الأصول المختلفة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة ، الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال إختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبولة ، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة .

ولبلوغ هذا الهدف يتم اللجوء عادة إلى التنويع و إدراج بعض الأصول المختلفة ، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الارتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا .

وفي الأخير يمكن القول أن هذا الفصل ركز على النقاط الأساسية في كيفية تكوين و إدارة و قياس المحافظ الإستثمارية .

الفصل الثالث:

دراسة مقارنة لأثر محددات الإستثمار المحفزي على سوق
الجزائر و سوق عمان للأوراق المالية

تمهيد :

إن وجود بورصات الأوراق المالية في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لإقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعرض أهم الأجهزة ومكونات الأسواق المالية فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عملية الإستثمار والتنمية وبهذا سنتطرق في هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: نظرة عامة حول بورصة الجزائر

المبحث الثاني: نظرة عامة حول بورصة عمان .

المبحث الثالث : معوقات بورصة الجزائر للأوراق المالية وإقتراحات تفعيلها و معوقات بورصة عمان للأوراق المالية .

المبحث الأول : نظرة عامة حول بورصة الجزائر

لقد واجهت بورصة الجزائر العديد من العراقيل منذ نشأتها كعدم وجود قواعد و ثقافة بورصية فيها وغياب الشفافية والإفصاح وعدم توفر معلومات مالية كافية تعزز ثقة المستثمرين بالبورصة وضعف الكفاءة المعلوماتية إضافة إلى العديد من الأسباب التي أدت إلى عرقلة السير الحسن لبورصة الجزائر .

المطلب الأول : نشأة بورصة الجزائر و مراحل إنجازها .

سنتطرق في هذا المطلب إلى نشأت بورصة الجزائر و مراحل إنجازها.

أولا : نشأة بورصة الجزائر

إن فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر لم تكن مطروحة إلى وقت غير بعيد على الإطلاق في الساحة الاقتصادية العامة و المالية بشكل خاص بالنسبة لمتخذي القرار في الدولة على إعتبار أنه منذ الإستقلال إلى نهاية الثمانينات كانت الجزائر تسير وفق المنهج الإشتراكي في التنمية ، بما أخضع مجموع المؤسسات الاقتصادية إلى سيطرة الدولة بإعتبارها مملوكة في رأس مالها و تابعة في قرارها لأجهزة الوصاية خاصة فيما يتعلق بجانبها التمويلي ، و بالتالي واجب التحول من الإقتصاد الموجه إلى إقتصاد السوق و مساندة هذا الإقتصاد الجديد و تطوير الإقتصاد الوطني و تمويله ، إعتمدت الجزائر فتح بورصة القيم المنقولة لإستغلال الإدخار العام و بالتالي تمويل الإقتصاد الإستثماري وتطوير المؤسسات الخاصة نتيجة المشاكل الاقتصادية التي واجهت الجزائر بعد الأزمة النفطية لعام 1986 ، وما واجهته الدولة من مشاكل مالية جعلها تغير مسارها السابق و تنتهج سياسة جديدة إعتمدت على منح الإستقلالية لمجموع المؤسسات الوطنية بحثا عن الكفاءة و الفعالية وهي المرحلة التي تبعثها خطوات أخرى أهمها على الإطلاق إنشاء

ما يسمى بصناديق المساهمة و تحول رأسمال مجموع المؤسسات الوطنية تاليها حصص تساهم فيها تلك الصناديق . جاءت فكرة إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر وبرزت سنة 1990 وسجلت في إطار عملية البدء بالإصلاحات الاقتصادية منذ عام 1988 .

وفي الواقع هذه الإصلاحات الاقتصادية التي تتنبأ بالانتقال إلى إقتصاد السوق أصبحت ضرورة لإنطلاق بورصة القيم المنقولة وهي مجهزة بعدة وسائل في إطار تعبئة الإدخار وتوجيهه لتمويل التنمية الاقتصادية في حين يجب التذكير أن أنشطة البورصة لم يكن لها أي ظهور في التشريعات التجارية الجزائرية

المؤرخة في 26-09-1975 وذلك بحجة النظام السياسي الذي عرفته البلاد منذ الإستقلال (الإشتراكي) و إختبار نظام مركزي.¹

ثانيا : مراحل إنجاز بورصة الجزائر .

و لقد مرة بورصة الجزائر بالمراحل التالية :

1- المرحلة الأولى 1990-1992:

إتخذت في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على إستقلاليتها بالإضافة إلى تأسيس صناديق المساهمة فمن جملة الإجراءات هي إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقول مهمتها تشكيل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية وقد قدر رأس مالها ب320000 دج ويديرها مجلس الإدارة المتكون من ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة

2-المرحلة الثانية 1992-1999:

بالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث إعتضت إنطلاقها جملة من الصعوبات وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 29-04-1993 المتمم و المعدل للأمر المتضمن لقانون التجارة و المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23-03-1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة .

حيث تم الإفتتاح الرسمي لها عام 1997 وتم تدشينها في 04-08-1999 بإنضمام أربعة أوراق مالية إلى البورصة سهم صيدال ، رياض سطيف ، سهم الأوراسي ، سند شركة سونطراك ، و إعتبرت العاصمة المكان الوحيد الذي تتم فيه صفقات الأسهم و السندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة.²

¹-زكريا جردان ، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود

و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2016، صص: 93-94.

²-بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير

تخصص إقتصاد ، جامعة الجزائر ، 2006، ص ص: 227-228.

المطلب الثاني : شروط الدخول لبورصة الجزائر

سنتطرق في هذا المطلب إلى شروط الدخول للسوق المالي الجزائري.

- شروط الدخول لبورصة الجزائر¹:

هناك شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج و أخرى يجب أن تتوفر في المؤسسة موضوع طلب الإدراج .

1- الشروط الخاصة بالقيم موضوع طلب القبول :

- أن تكون القيم المنقولة صادرة من طرف شركة المساهمة .
- أن تتم تحديد قيمة كل سهم .
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات ، إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة .
- القرض السندي المصدر من الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد المكتتبين .
- الأسهم المعروضة للأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل و آخر أجل يوم دخولها في البورصة

2-شروط خاصة بالمؤسسة موضوع طلب الإدراج :

- الحد الأدنى لرأس مال الشركة 500.000.000.دج .
- إصدار 20 على الأقل من رأس مالها في شكل قيم منقولة .
- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول .
- أن تكون حققت أرباحا خلال السنة المالية السابقة لتاريخ إيداع الطلب .
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها البورصة .

-تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي معتمد .

- أن تقدم تبرير عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي .

¹-صالح بوزطوطة ، نظام البورصة في الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، في الحقوق تخصص قانون أعمال ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة العربي بن مهيدي ، أم البواقي ، الجزائر ، 2014، ص: 28.

المطلب الثالث: الهيئات المكونة لبورصة الجزائر

تمثل هيئات السوق المالي الجزائري فيما يلي:

أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عملية البورصة COSOB :

نصت رسمياً هذه اللجنة في فيفري 1996 بعد تعيين أعضائها في 1995/12/27 وهذه اللجنة موضوعة تحت وصاية الوزارة المكلفة بالمالية بالجزائر حيث تقوم في الأساس بتنظيم ومراقبة أسواق القيم المنقولة وذلك بغية حماية المستثمرين والسهر على السير الجيد وعلى ثقافة السوق، وقد أوكل المشرع لهذه اللجنة القيام على ذلك.

وحتى تتمكن من القيام بمهامها فإنه قد خول لهذه اللجنة ممارسة مجموعة من السلطات الأساسية هي:

أ- السلطة التنظيمية والقانونية:

وتعتبر من أهم سلطات اللجنة حيث تقوم على تحديد الجانب القانوني لتنظيم وسير سوق القيم المتداولة وذلك بإصدار أنظمة تتعلق بسير المعاملات والصفقات داخل البورصة، حيث تقنن اللجنة لتسيير سوق القيم المنقولة بإملاء قوانين متعلقة بها، فالقوانين الصادرة من قبل اللجنة موافق عليها بقرار من وزارة المالية وتنتشر في الجريدة الرسمية مرفقة بنص الموافقة.

حيث أن المقاربات للوسطاء تغلط المستثمرين، حيث أن معلومات خاطئة أو دعائية يمكن كذلك نشرها بهدف التأثير على اتجاهات السوق وتسهر اللجنة على تجنب مثل هذه المحاولات المختلفة الرامية إلى التلاعب بالأسعار كذلك من خلال العناية بالسوق والمراقبة الدائمة لأنشطة المتدخلين.

ب- سلطة التحقيق:

يقوم أعضاء هذه اللجنة بالإطلاع على جميع الوقائع والأعمال التنظيمية بغية المراقبة لتنفيذ الأحكام التشريعية وذلك من أجل التأكد من ما يلي:¹

- إجراءات تنظيمية من قبل الوسطاء في عمليات البورصة.
- إمتثال الشركات التي تقوم بالإصدار لواجبات الإعلام التي تنفع لها.
- التأكد من التصحيحات قد نمت في حالة ملاحظة أي خلل.

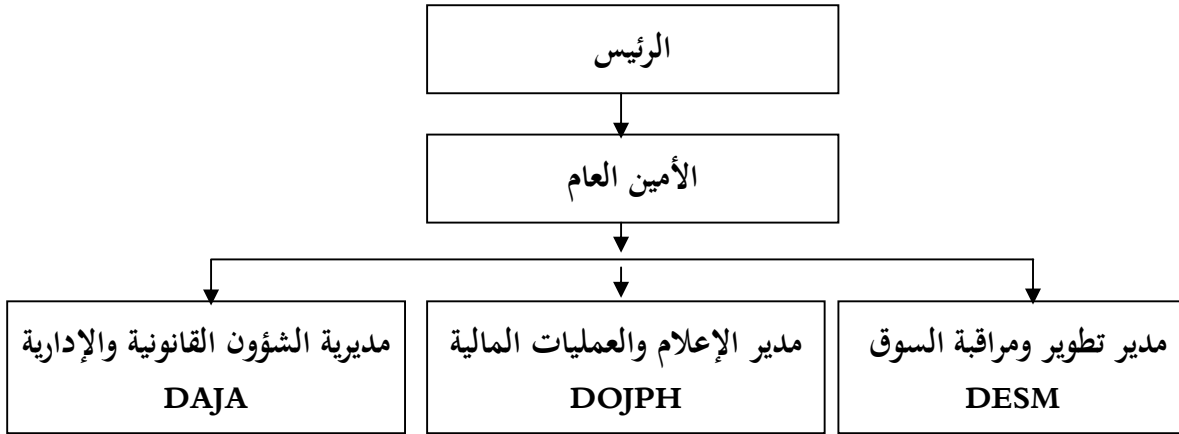
¹ آيت أكان عزيزة، بوصيق فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية و علوم التسيير، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015، ص - ص: 97-98.

- بإمكانها فتح تحقيق معين أي مراجعة حسابات المؤسسة.
- تحقيق في ملفات المؤسسة التي تريد الإدراج.
- وللجنة الصلاحيات والحق في القيام بهذه التحقيقات.

ج- سلطة الضبط والسلطة التأديبية والتحكيمية:

عندما يحدث أي سلوك يخالف الأحكام التشريعية أو التنظيمية المعمول بها، والذي من شأنه أن يلحق الضرر بحقوق المستثمرين في القيم المنقولة، يحق لرئيس اللجنة أن يطلب من المحكمة أن يضع حدا لتلك المخالفات، وبأن تصدر أمر للمخالفين بواجب الإمتثال للأحكام التشريعية والتنظيمية¹.

الشكل رقم (03-01): الهيكل التنظيمي لـ COSOB



المصدر: آيت أكان عزيزة ، بوصيغ فتيحة ، تقييم مدا فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، تخصص مالية المؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير ، جامعة آكلي محند أولحاج ، البويرة ، الجزائر ، 2015، ص: 98.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تم إنشاء هذه الشركة بتاريخ 1997/05/25 وهي عبارة عن شركة أسهم مكونة من وسطاء عمليات البورصة وهي المسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية والضرورية للمبادلات على القيم المنقولة ويقدر رأسمالها ب 24000000 دينار جزائري وحسب المادة 18 من القانون 93-10 فإن مهامها تتمثل في:

- تسهيل المبادلات بين الوسطاء وذلك عن طريق الإمتثال للقوانين والقواعد.

¹ زكريا جردان، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص96.

- ترقية تجارة القيم المنقولة وذلك بتطوير السوق وضرورة إعلام الجمهور بضرورة هذه الهيئة التي يمكن الوثوق فيها.
- التنظيم التطبيقي أو العملي للإدخار في البورصة.
- التنظيم المادي لحسابات البورصة وتسيير التفاوض والتسعير.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير.
- تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة.

ثالثا: المؤمن المركزي للسندات

هو هيئة تأسست بموجب القانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 في شكل شركة ذات أسهم يتكون رأسمالها المقدر ب 650000000 دج من مساهمات ستة بنوك عمومية هم الصندوق الوطني للتوفير والإحتياط بنك الفلاحة والتنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، البنك الخارجي، بنك التنمية المحلية، وثلاث شركات مسعرة في البورصة، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، رياض سطيف.

وتتولى هذه الهيئة القيام بمهمة حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين، كذلك متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر إضافة إلى نشر المعلومات المتعلقة بالسوق، ومن المهام المنوطة كذلك بالمؤمن المركزي للسندات، تعيين المدير العام والمسيرين الأساسيين لشركة تسيير بورصة القيم المتداولة¹.

ومن إيجابيات المؤمن المركزي للسندات: التي يمكن إيجازها فيما يلي: ²

- يسمح بمسايرة المقاييس الدولية في مجال تسيير الأوراق المالية.
- يسمح بإزالة الطابع المادي عن الأوراق المالية.
- يسمح لمصدري الأوراق المالية بأن يقلصوا تكاليف اللجوء العلني للإدخار.
- يضمن تزامن عمليتي التسوية والتسليم.
- تزيل خطر ضياع الشهادات المادية أو سرقتها.
- يسمح بتقليص أجال إتمام الصفقات.

¹ زكريا جردان، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص -ص: 96-97.

² آيت أكان عزيزة، بوضيعة فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ، مرجع سبق ذكره، ص102.

المبحث الثاني: نظرة عامة حول بورصة عمان

يعد سوق عمان للأوراق المالية من الأسواق الناشئة في المنطقة العربية حيث يعود تأسيسها إلى عام 1976 بالتعاون مع البنك المركزي الأردني والمؤسسة الدولية لتمويل من الإصلاحات الشاملة لبورصة عمان لإرتقاء إلى المعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول : نشأة بورصة عمان ومراحل إنجازها

إن التطور التاريخي لبورصة عمان يمكن أن نرصده بإستعراض مراحل مسيرته على مرحلتين هما:

المرحلة الأولى: هي مرحلة ما قبل 1978 أي قبل تأسيس السوق المالية في عمان لم يكن هناك سوق مالية بالمعنى الحقيقي لها وكان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال المكاتب العقارية الصغيرة المنتشرة في المملكة الأردنية ، ولم تكن هناك أسعار معلنة أو أسعار موحدة لهذه التعاملات حيث كان التعامل عشوائيا ، وتشبه عمان في هذه المرحلة العديد من الدول النامية والتي هي مرحلة ما قبل تنظيم القطاع المالي.

المرحلة الثانية: وهي مرحلة ما بعد عام 1978 وحتى الآن أي منذ تأسيس سوق عمان المالي الذي كان تأسيسه إستجابة للظروف التي كانت تعيشها المملكة الأردنية التي كانت تتم بها عمليات بيع و شراء الأسهم المختلفة بتكاليف مرتفعة ، فجاءت السوق المالية لتضع حدا لهذه الممارسات ونتيجة لذلك تم تأسيس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 31 سنة 1976 بعد دراسات وجهود مكثفة قام بها البنك المركزي الأردني خلال عامي 1975- 1976 بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولي وقد جاء الهدف المحدد من هذا القانون هو تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الإستثمار في للأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته ، وقد أصدرت قوانين وقرارات عديدة بشأن تأسيس سوق عمان للأوراق المالية وتطوير أهمها في عام 1976-1990-1998 بموجب القانون الأخير لعام 1998 قانون الأوراق المالية تم التمييز بين ثلاث مؤسسات مالية تتمتع بالإستقلال المالي والإداري وذلك للقيام بتوجيه وتنظيم ورقابة وتوثيق التعامل بالأوراق المالية في إطار تم من خلاله فصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي ومن ثم الدور التوثيقي بعد أن كان السوق يمارس هذه الأدوار معا ، وهذه المؤسسات هي :

أ-هيئة الأوراق المالية

ب- سوق الأوراق المالية (البورصة)

ج- مركز إيداع الأوراق المالية

أ- هيئة الأوراق المالية : هي مؤسسة رقابية تربط مباشرة برئيس الوزراء تتمتع بالإستقلال المالي و الإداري عن دوائر الدولة تعمل على توفير المناخ الملائم لضمان سلامة التعامل في الأوراق المالية وتنظيم سوق الأوراق المالية وحماية المستثمرين في السوق من الغش والخداع كما تهدف الهيئة إلى مراقبة إصدار الأوراق المالية وتنظيم الأعمال ونشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع ومعتمدي المهن المالية فضلا عن تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية .

ب-بورصة الأوراق المالية (بورصة عمان) :تأسست بورصة عمان للأوراق المالية 11مارس 1999 كمؤسسة مستقلة للعمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية بموجب قانون الأوراق المالية وتعديلاته رقم 23 سنة 1997، وتتمتع البورصة بشخصية إعتبارية ذات إستقلال مالي وإداري وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها ورسالتها تتمثل بتوفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بسوق الأوراق المالية وخدمة الإقتصاد الوطني

ج- مركز إيداع الأوراق المالية : هو مؤسسة ذات نفع عام أنشأت بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 سنة 1997 وباشرت أعمالها في 1999 يتمتع المركز بشخصية إعتبارية ذات إستقلال مالي و إداري كما يخضع لرقابة الهيئة وإشرافها وإدارة المركز من قبل مجلس إدارة ومدير تنفيذي مجرد من أي علاقات مالية مع أي وسيط أو عضو من أعضاء المركز كما وليس له الحق بالتملك أو التصرف بأي ورقة مالية صادرة من قبلهم ويتولى المركز مهام تسجيل ونقل ملكية الورقة المالية بين الوسطاء الماليين كما يعمل على تهيئة المناخ الملائم للإستثمارات المالية ، كما يتولى الإشراف والرقابة على الأنشطة ذات العلاقة بالمركز وإجراء التعديلات لحماية المستثمرين ومالكي الأوراق المالية وإصدار التقارير ونشر المعلومات والإحصاءات عن نشاطات المركز.¹

المطلب الثاني: شروط ومتطلبات الإدراج في بورصة عمان

يتم إصدار أي ورقة مالية في البورصة بعد التحقق مما يلي:²

أ- تسجيل الورقة المالية المعنية لدى الهيئة .

ب-إيداع الورقة المالية.

ج-عدم وجود أي قيود على نقل ملكية الورقة المالية .

¹ حنان خالد حنش عيساوي دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة ، (سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان نموذجاً) مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصادية ، تخصص الإقتصاد ، كلية الإدارة والإقتصاد ، جامعة القادسية ، 2016، ص-ص:75-77.

² آيت أكان عزيزة ، بوصفيع فتيحة ، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة الجزائر ،مرجع سبق ذكره ، ص-ص: 85-86 .

د- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول بها

-ولإدراج أسهم شركات المساهمة العامة العمانية في السوق النظامي لابد من توفر ما يلي:

- 1- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي.
- 2- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي وبشكل مستمر.
- 3- لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب إدراج عن 75% من رأس المال المدفوع .

4- تقدم الشركة القوائم المالية الختامية وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين وذلك لمرة واحدة على الأقل.

5- يكون قد تداول 10% من مجموع الأسهم المكتتب بها على الأقل خلال عام في السوق الموازي .

ويتطلب من كل شركة تقديم المستندات التالية عند القيام بطلب الإدراج:

-نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وأعضاء مجلس الإدارة، الأوراق المالية المملوكة ، عقد التأسيس والنظام الأساسي للشركة ونشرة الإصدار.

المطلب الثالث : الهيكل التنظيمي لبورصة عمان وأهدافه

لا شك أن بورصة الأوراق المالية هي بمثابة المرآة التي تعكس الوضع الإقتصادي المحلي أو الدولي ، فتنمية

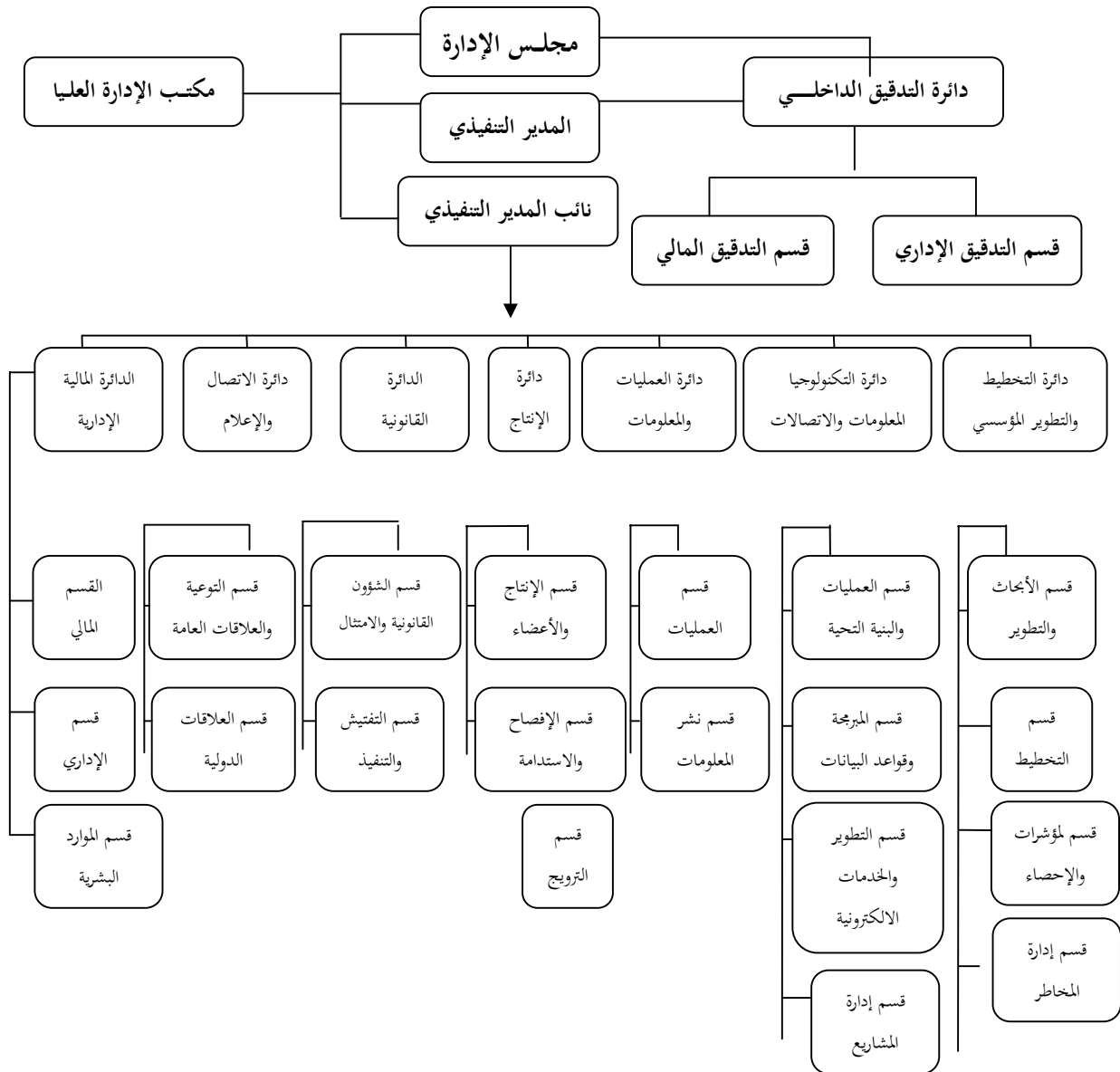
الإستثمار في الأوراق المالية التي تحكم أداء الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية في عمان يتم وفق

تنظيمات ومن خلال ما يلي سيتم توضيح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان وأهم أهدافها:

أولا : الهيكل التنظيمي لبورصة عمان

يوضح الهيكل التنظيمي أهم الأقسام والفروع المعتمدة في تنظيم تسير العمليات داخل بورصة عمان من خلال ما يلي:

الشكل رقم (02-03): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: <http://exchangejo/ar/print/pdf/node/7355>، تاريخ الإطلاع: 2019/04/29 على الساعة:

9:30

ثانيا: أهداف سوق عمان للأوراق المالية

سنتطرق إلى أهم أهداف سوق عمان للأوراق المالية وذلك من خلال ما يلي:¹

1- إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.

¹ حنان خالد حنش عيساوي، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة (سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان)، مرجع سبق ذكره ص : 85 .

2- تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق الإحداث والطرق المتبعة عالميا.

3- تطوير العمل في البورصة وتمييز الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة .

4- زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين .

5- إيصال معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.

6- تنمية الوعي الإستثماري لفئات المجتمع كافة وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية .

7- تعزيز التعاون المشترك مع البورصات و المنظمات و الإتحادات العربية و الإقليمية و الدولية .

-أهم الأوراق المالية المتداولة في سوق عمان:

يتم تداول في بورصة عمان أسهم شركات المساهمة العامة والوحدات الإستثمارية الصادرة عن الإستثمار وسندات التنمية الحكومية بالإضافة إلى أذونات سندات الخزينة .

-بموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002 فإن تعريف الأوراق المالية يشمل:

-أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول .

-إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومات أو المؤسسات العامة.

-إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية .

-الوحدات الإستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار .

-إسناد خيار المساهمة.

-عقود أنية التسوية وعقود أجله التسوية.¹

¹ حنان خالد حنش عيساوي ، دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة (سوق العراق للأوراق المالية و سوق عمان نموذجاً) مرجع سبق ذكره، ص: 85 .

المبحث الثالث: تحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري والسوق المالي عمان

سنتطرق في هذا المبحث إلى تحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري والسوق المالي عمان والمعوقات التي تواجههم.

المطلب الأول: تحليل تطور أداء السوق المالي الجزائري

لدراسة تحليل تطور أداء سوق بورصة الجزائر لا بد أن نعتمد في ذلك على المؤشرات التالية:

أولاً: قيمة وحجم تداول بورصة الجزائر من 2007-2017..

سنتطرق الى قيمة وحجم التداول لبورصة الجزائر من 2007-2017.

1-بالنسبة لحجم التداول:

الجدول رقم (03-01): تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017.

السنوات	السوق الرسمي	سوق السندات	سوق المؤسسات	سوق سندات الخزينة العمومية
2007	3579400	9464900	000	000
2008	5210300	13200700	000	158500
2009	3470000	18016300	000	500200
2010	2742000	9030900	000	376400
2011	23199700	2095700	000	300000
2012	4947100	11835600	000	50000
2013	12068100	690800	000	000
2014	9011100	1183900	000	812500
2015	221314300	75800	000	1682200
2016	78886000	000	000	1183500
2017	46814500	000	000	2636300
المجموع	411242500	58464600	000	6887100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الموقع : www.sgbv.dz/ar، تاريخ الإطلاع 27-04-2019، ساعة الإطلاع 18:00.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ حجم التداول في السوق الرسمي يبقى ضعيف جدا وأن مستوى التطور الملاحظ خلال السنوات 2015-2016-2017 ناتج إلى سياسة القرض السندي التي إتبعتها

الدولة الجزائرية، حيث بلغت مجموع الصفقات المبرمة سنة 2017 حوالي 438 وفي 2016 حوالي 339 وفي 2015 حوالي 259 صفقة، كما نلاحظ ذلك التراجع الكبير في سوق السندات خاصة في السنوات الأخيرة (2015-2016-2017) بحيث أصبحت نتيجة التداول معدومة، ولعل من مؤشرات ضعف البورصة الجزائرية هو انعدام النشاط الخاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 ، أما بالنسبة لسندات الخزينة فيبقى ضعيف جدا بالرغم من التطور الملاحظ خلال مرحلة الدراسة حيث قفز من قيمة معدومة للتداول سنة 2007 إلى 2636300 سنة 2017 وهو ناتج عن بروز إصدارات سنديّة خلال فترة الدراسة.

2- بالنسبة لقيمة التداول:

الجدول رقم (02-03): تطور قيمة التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017 .

الوحدة : مليون دينار .

السنوات	السوق الرسمي	سوق السندات	سوق المؤسسات ص-م	سوق سندات الخزينة العمومية
2007	1449341500	99592370000	000	000
2008	2141484500	119709666000	000	176034090000
2009	1389189500	88275873000	000	510157790000
2010	1198596500	65808361000	000	431421560000
2011	18511843500	13610455000	000	351210000000
2012	3603886500	63714809500	000	50270000000
2013	4911699000	5191100000	000	000
2014	4141034000	10753600000	000	824632800000
2015	12519568500	758000000	000	1697887036000
2016	80550043000	000	000	11160476451000
2017	30226126000	000	000	2374648405000
المجموع	273318926500	467414234500	000	7576738132000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الموقع: www.sgbv.dz/ar ، تاريخ الإطلاع 27-04-2019 ، ساعة الإطلاع 18:30.

بالنسبة لقيمة التداول فهي مرتبطة بحجم التداول الرسمي المسجل في كل سنة من خلال علاقة طردية، بحيث أنه كلما زاد حجم التداول من خلال عدد الأدوات المالية المتعامل بها أم من خلال عدد الصفقات المبرمة تزيد من قيمة التداول، وتدل الزيادة في قيمة التداول على وجود زيادة في حجم التداول

الذي يستدعي بدوره وجود إصدارات كبيرة لعدد كبير من الشركات المدرجة في السوق، وعلى النقيض من هذا نلاحظ أن بورصة الجزائر تبقى ضيقة من حيث عدد الشركات المدرجة وضعيفة من حيث قيمة وحجم التداول من خلال الحالتين المرجمتين في الأسبوع الواحد، حيث أن قيمة التداول وإن كانت ضعيفة ومعدومة سنة 2007 في السوق الرسمي وسوق السندات الخزينة العمومية، حيث تطورت قيمة التداول في السوق الرسمي سنة 2015 ب 23،29 مرة مقارنة بسنة 2014 لتتراجع نسبة التطور للسنوات 2016 و2017 إلى 45،18 مرة و6،15 مرة على التوالي، وفي نفس السياق تم تسجيل تطور في سوق سندات الخزينة منذ 2015 إلى 2017 نتيجة الإصدارات الكبيرة التي قامت بها الحكومة خلال مدة المرحلة وذلك من خلال ضعف الشفافية جعلها تكون بعيدة كل البعد عن السوق.

ثانيا: تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017.

فيما يلي جدول يبين تطور مؤشر القيمة السوقية لبورصة الجزائر.

الجدول رقم (03-03): تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2017.

الوحدة: مليون دينار

السنة	المؤشر
2007	10400
2008	6710
2009	4660
2010	6500
2011	6550
2012	7900
2013	1497
2014	13029
2015	13820
2016	14790
2017	1549

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر. [www. Sgbv. Dz/ ar](http://www.Sgbv.Dz/ar)، تاريخ الإطلاع 2019-04-30، ساعة الإطلاع 13:30.

من خلال الجدول نلاحظ إنخفاض المؤشر من سنة 2007 إلى 2009 ليصل إلى 466 وذلك راجع إلى الأزمة المالية العالمية 2008 لأن إقتصاد الجزائر يرتبط مباشرة بالإقتصاد الأمريكي ، ليرتفع من جديد في

سنتي 2010 و 2011 ليصل إلى 655 وارتفع أيضا من سنة 2012 إلى 2013 إلى أن حقق 1497 مما يعكس دلالاته على ارتفاع الطلب على الأسهم و إتساع حجم المعاملات المالية ، ثم إنخفض سنة 2014 حيث بلغ 13029 وذلك بسبب التغيرات الإقتصادية و ارتفاع معدلات البطالة مما أثر على أداء السوق المالي ليرتفع من جديد من سنة 2015 إلى 2017 ليصل إلى 15429 وذلك راجع إلى تشجيع الإستثمار و جذب رؤوس الأموال الأجنبية و المحلية .

ثالثا: عدد الشركات المدرجة

من خلال الجدول التالي يتم إستعراض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2017.

الجدول رقم (03-04): الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (السوق الرسمي) 2017.

عدد الأسهم	القيمة الإسمية (دج)	المجال	إسم الشركة
5804511	200	التأمينات	إليانس للتأمينات
8491950	100	الصناعة الغذائية	أن سي أ. روبيته
6000000	250	الفندقة	م ت ن الأوراسي
10000000	250	الصناعة الصيدلانية	صيدال
25521875	200	الصناعة الصيدلانية	بيوفارم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على بيانات الموقع [www. Sgbv. Dz/ ar](http://www.Sgbv.Dz/ar)، تاريخ الإطلاع 27-04-2019، ساعة الإطلاع 18:30.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أهم مؤشر من المؤشرات الأساسية التي تبني عليها فعالية الأسواق المالية، بحيث تمتاز بورصة الجزائر بضيق كبير من حيث عدد الشركات المدرجة والتي بلغ عددها 5 شركات، ويعتبر هذا المؤشر جد ضعيف إذا ما قورن بعدد الشركات المكتسبة في الأسواق المالية العربية والذي بلغ عددها 1530 نهاية 2017، وهي الأضعف إذا ما قورن بدول عربية مجاورة، كما أن هذا العدد لم يعرف تطور كبير منذ إنشاء البورصة الجزائرية، ويعتبر مؤشر عدد الشركات المكتسبة في البورصة من أهم المؤشرات الدالة على تطور حجم الإستثمار وفعالية السوق حيث تم الإكتتاب الأولي سنة 1999 ل 3 شركات وطنية ليصل اليوم إلى 5 شركات وهو مؤشر جد ضعيف.

إن التحليل المقدم حول المؤشرات السابقة يكفي تقديم قراءات و إستنتاجات عن وضع بورصة الجزائر، فالإحصائيات المقدمة تكشف لنا أن بورصة الجزائر هي من أضعف الأسواق المالية الإقليمية والعربية وحتى العالمية، فعدد الشركات المدرجة لا يرقى إلى طموحات الفعالية المرجوة ولا حجم التداول ولا قيمة تعبر عن دور محوري لبورصة الجزائر في تحويل الإقتصاد من خلال دعم برامج التنمية والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة وتوجيهها نحو البرامج المجدية والدافعة للتنمية، وبالرغم من الحزم التشريعية والتنظيمية المحفزة للبورصة والمؤسسات الإقتصادية الجزائرية إلى أن تعدد المشاكل وتشابكها وعمقها جعل من عملية تفعيل البورصة أمرا عسيرا في ظل غياب سياسة مبنية على تنويع الإقتصاد وتشجيع المؤسسات، وقبل هذا كله يجب الإحاطة بمختلف المعوقات الإقتصادية والمالية والتشريعية و الإجتماعية التي تحد من عملية تفعيل بورصة الجزائر و الإنطلاق بها إلى مصاف الأسواق الرائدة وجني ثمار تفعيلها.

رابعا: التمويل حسب جودة المحفظة

سيتم التطرق من خلال هذا الجدول إلى التمويل حسب جودة المحفظة .

الجدول رقم (03-05): التمويل حسب جودة المحفظة من 2016 إلى 2017.

الوحدة: آلاف دج.

جودة المحفظة	2017	2016	نسبة التغير
التمويلات الإجمالية	43903347	84598730	54%
التمويلات العارية بما فيها المستحقات المتأخرة السداد لمدة أقل من 90 يوما.	21453448 355849	37335428 738389	57% 4%
التمويلات المصنفة	7490261	2534247	11%
تمويلات ذات مخاطر ممكنة	86389	282340	75%
تمويلات ذات مخاطر عالية	974120	963571	79%
تمويلات متعثرة	7878239	7748149	60%
مخصص نقص القيمة	8455219	1468891	35%
مخصص تمويل ذات مخاطر ممكنة	77519	57899	75%
مخصص تمويل ذات مخاطر عالية	43935	338228	87%
مخصص تمويل المتعثرة	2933819	6514110	74%
نسبة التمويلات متأخرة السداد	2%	3%	
نسبة التمويلات المصنفة	6%	8%	

نسبة تغطية الحقوق المصنفة	%76	%59
---------------------------	-----	-----

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على التقرير السنوي لمصرف السلام 2017

نلاحظ من خلال الجدول أن جودة المحفظة في تمويلات الإجمالية حققت 47439033 سنة 2017 مقارنة ب 2016 حيث حققت 30845987 ونسبة تغير 54% وذلك بسبب التمويلات الممنوحة للمؤسسات التي قدرة قيمتها 42 مليار دج ، أما التمويلات الجارية حققت سنة 2017 قيمة 44821453 مقارنة ب 2016 حققت 28373453 بنسبة تغير 57% ويعود ذلك بشكل أساسي لإرتفاع رصيد التأمينات النقدية التي تغطي عمليات الإعتمادات و التحصيلات المستندية في إطار الإستيراد والتي تدرج ضمن الإلتزامات تحت الطلب وفقا لتعليمات بنك الجزائر ، أما التمويلات المصنفة حققت سنة 2017 قيمة 2617490 مقارنة ب 2016 ب 2472534 بنسبة تغير 11% ويعود ذلك بسبب إنخفاض المخاطر التي تواجه المحفظة و إرتفاع التمويلات المتعثرة ، أما مخصص نقص القيمة حققت نسبة 2017 قيمة 1984552 مقارنة ب 2016 حققت 168891 بنسبة تغير 35% ويعود ذلك بتوسيع نطاق الرقابة ليشمل كل أنشطة المصرف و بتحسين و تطوير أساليب التدقيق و آليات متابعة التوصيات ، أما فيما يخص نسبة تمويلات متأخرة السداد نقصت بنسبة 1% والتمويلات المصنفة نقصت بقيمة 2% وزيادة نسبة تغطية الحقوق المصنفة بنسبة 17% وهذا يدل على أن الميزانية قد سجلت نموا معتبرا خلال سنة 2017 نتيجة لتطور نشاط المصرف .

المطلب الثاني: تحليل تطور أداء سوق عمان للأوراق المالية:

إن الدور الأساسي والرئيسي لبورصة الأوراق المالية يتجلى من خلال قيامها بتعبئة المدخرات والفوائض الإقتصادية وإعادة توظيفها في مجالات أخرى ولتحليل تطور أداء سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الألفية تم الإعتماد على مجموعة من المؤشرات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة والتي تدرج ضمن الجداول التالية :

أولا: القيمة السوقية للشركات المدرجة

الجدول (03-06): القيمة السوقية للشركات المدرجة

السنوات	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
3201	.56210	.2763	.3954	.23318
4201	.00111	.3893	.6933	.08318
5201	.13211	.1993	.6543	.98517
6201	.06511	.7442	.5313	.33917

7201	.85710	.6542	.4523	.96316
------	--------	-------	-------	--------

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

تاريخ الاطلاع 29-04-2019، ساعة الاطلاع 11:30 www.exchange.go

الجدول (03-07): القيمة السوقية للبورصة ونسبتها في الناتج المحلي الإجمالي

السنوات	النسبة (%)	القيمة السوقية	الناتج الإجمالي (مليون دينار)
2013	10	17000	19000
2014	90	16000	18000
2015	80	16900	17000
2016	70	15500	16000
2017	60	15000	15000

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

www.exchange.go ، تاريخ الإطلاع 29/04/2019، ساعة الإطلاع 11:30.

-يلاحظ من الجدول إن القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال سنة 2013 في القطاع المالي حوالي 10562 مليون دينار أما السنوات التي تليها فتمثلت في 11.001 مليون دينار و 11.132 مليون دينار و 11.065 مليون دينار لتصل خلال سنة 2017 إلى 10.875، أما قطاع الخدمات فيمثل 3.276 مليون دينار خلال سنة 2013 أما القطاع الصناعي ب 4.395 مليون دينار ليصل المجموع خلال سنة 2017 إلى 16.963 وهي زيادة ملحوظة في القيمة السوقية لشركات المدرجة لمختلف القطاعات المالية و الصناعية و الخدماتية وذلك راجع إلى التسهيلات الحكومية التي وفرتها والإعفاءات الضريبية وتشجيع الاستثمار وجذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية .

فكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على مستوى النشاط الاقتصادي للسوق، وهو ما يعكس دلالاته على اتساع حجم المعاملات المالية في سوق عمان.

- كما نلاحظ أيضا أن الناتج الإجمالي في انخفاض مستمر، خلال سنة 2013 يمثل 19000 مليون دينار أما خلال سنة 2015 بمقدار 17000 مليون دينار ليواصل إنخفاضه التدريجي ليصل خلال سنة 2017 إلى 15000 مليون دينار كذلك هو الحال بالنسبة للقيمة السوقية التي شهدت خلال سنة 2015 حوالي 17000 مليون دينار لتصل خلال سنة 2017 إلى ما يقارب 15000 مليون دينار وذلك بسبب التغيرات الاقتصادية و ارتفاع معدلات البطالة وحجم التضخم وهذا يؤثر على الشركة وأدائها في السوق المالي .

الجدول (03-08) الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2017

اسم الشركة	القيمة السوقية (مليون دينار)	النسبة إلى المجموع
البنك العربي	35885	21.2
بنك الإسكان للتجارة والتمويل	26366	15.5
البوتاس العربية	14039	8.3
الإقتباس للإستثمار	960	5.7
البنك الإسلامي الأردني	657	3.9
بنك الأردن	600	3.5
البنك الأردني الكويتي	350	2.1
الاتصالات الأردنية	401.3	2.4
بنك القاهرة عمان	270	1.6
بنك الإستثمار العربي الأردني	262.5	1.5
المجموع	111297	65.6

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

www.Exchange.go ، تاريخ الإطلاع 29-04-2019، ساعة الإطلاع 11:30.

-يتضح لنا من خلال جدول الشركات العشر الأكبر من حيث القيمة السوقية لعام 2017 إن المرتبة الأولى للبنك العربي بقيمة سوقية 35885 مليون دينار لتليه بنك الإسكان للتجارة والتمويل بـ 26366 مليون دينار ثم البوتاس العربية بـ 14039 مليون دينار وتليها كل من الإقتباس للإستثمار بـ 960 مليون دينار والبنك الإسلامي الأردني بـ 657 مليون دينار و البنك الأردني الكويتي بـ 401.3 مليون دينار و الاتصالات الأردنية بـ 350 مليون دينار وبنك القاهرة عمان بـ 270 مليون دينار و بنك الإستثمار العربي الأردني بـ 262.5 مليون دينار ليصل مجموع القيمة السوقية إلى 111297 مليون دينار أما بالنسبة للمجموع الكلي فهو على التوالي : 1.5% 1.6% 2.4% 2.1% 3.5% 5.7% 8.3% 15.5% 21.2%

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لأثر محددات الاستثمار المحفظي على سوق الجزائر و سوق عمان للأوراق المالية

وهنا يستخدم مؤشر الشركات للدلالة على حجم السوق وغالبا ما تشير الزيادة في عدد الشركات إلى مدى تطور السوق المالي غير أن هذا المؤشر يفقد دلالاته إذا لم يستخدم معه مؤشر القيمة السوقية ، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية كبير ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير وهذا يؤثر سلبا على نشاط السوق وحركته .

الجدول (03-09): الشركات العشر الأكبر من حيث حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية لعام 2017

عدد الأسهم			حجم التداول		
النسبة إلى السوق (النسبة إلى المتداولة)	عدد الأسهم المتداولة	إسم الشركة	النسبة إلى السوق (النسبة إلى المتداولة)	حجم التداول (دينار)	إسم الشركة
8.9	153035226	البنك العربي	32.5	950124385	البنك العربي
6.6	112877396	سري للتنمية والاستثمار	12	382219350	الإقبال الإستثمار
4.6	793877396	بنك صفوة الإسلامي	3	319721214	بنك صفوة الإسلامي
4.2	72936209	مجموعة رم للنقل السياحي	3	89120628	الإتحاد للإستثمارات المالية
4	68484531	الأمل للإستثمارات السياحية	2.5	72143477	التجمعات الإستثمارية المتخصصة
4	68392722	التجمعات الإستثمارية المتخصصة	2.3	68618692	سري للتنمية والإستثمار
3.8	64695368	إتحاد الإستثمارات المالية	2.3	66261039	مصفاة البترول الأردنية (جوبيترول)
3.6	61589879	حديد الأردن	2.2	64831223	مجموعة رم للنقل والإستثمار السياحي
2.5	43258377	مجمع ضليل الصناعي العقاري	2.2	64484644	مناجم الفوسفات الأردنية
2.5	42426716	الإنتقائية والتطوير العقاري للإستثمار	1.8	51602080	الإتحاد لتطوير الأراضي
44.7	766980418	المجموع	65.6	1920765599	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

www.exchange.go ، تاريخ الإطلاع 29-04-2019، ساعة الإطلاع 11:45.

نلاحظ من خلال الجدول إن حجم التداول فيه تذبذب بالنسبة لمختلف الشركات فنسبة السوق تمثل بالنسبة للبنك العربي، إما عدد الأسهم المتداولة فهي 153035226 سهم بالنسبة إلى السوق 32.5%

وحجم تداول ب 950124385 دينار مقارنة بباقي الشركات فالبنك العربي يحتل 8.5% فهو يمثل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة ، لتليه الاقتباس للإستثمار بنسبة سوق وحجم تداول ب 350382219 دينار وتقدر نسبة السوق 6.6 بالنسبة لسري للتنمية 12%

و الإستثمار وعدد أسهم متداولة ب 112877396 سهم، أما بنك صفوة بحجم تداول ب 143197212 دينار و عدد أسهم متداولة حوالي 79284034 سهم أما الاتحاد الاستثمارات المالية بحجم تداول ب 89120628 دينار ومجموعة رم للنقل والاستثمار السياحي ب 72936209 سهم و التجمعات الاستثمارية المتخصصة ب 72143477 دينار والأمل للاستثمارات المالية ب 68484531 سهم وسري للتنمية والاستثمار بحجم تداول ب 68618632 دينار والتجمعات الاستثمارية المتخصصة ب 68392722 سهم ومصفاة البترول الأردنية ب 66261039 دينار والاتحاد للاستثمارات المالية ب 64695368 دينار وحديد الأردن ب 61589879 سهم ومناجم الفوسفات الأردنية ب 64484644 دينار ومجمع ظليل الصناعي والعقاري ب 43258377 سهم، أما الاتحاد لتطوير الأراضي بحوالي 51602080 دينار و الانتقائية والتطوير العقاري للاستثمار ب 42426716 سهم ليصل المجموع كل من عدد الأسهم إلى 766980418 سهم وحجم تداول حوالي 1920765599 دينار، فانه من الملاحظ إن نسبة السوق تشهد انخفاض بالنسبة لمختلف الشركات ليصل المجموع حجم التداول إلى 65.6 و عدد أسهم حوالي 44.7 و هذا التذبذب في حجم التداول بين مختلف الشركات نتيجة للتغيرات الاقتصادية والسياسة التي تؤثر بشكل كبير على حجم الاستثمار في مختلف الأوراق المالية لسوق عمان المالي .

ثانيا : أحجام التداول

الجدول (03-10): أحجام التداول في سوق السندات خلال الفترة 2007-2017.

نسبة التغير	قيمة السندات المتداولة (دينار)	نسبة التغير	عدد الشركات المدرجة	الفترة
103.4	3799874	29	1.58	2007
(84.1)	605819	(73.6)	4.17	2008
317.6	2529800	82.5)	7.62	2009
(94.5)	140075	(81.6)	140	2010
296.2	555039	328.6	600	2011
0	0	0	0	2012
0	2039728	0	2.58	2013
(99)	2000	99	20	2014
4.154	850800	(40)	12	2015
0	0	0	0	2016
0	1853800	0	15.706	2017

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع

www.exchange.jo، تاريخ الإطلاع 30-04-2019، ساعة الإطلاع 15:25

ثالثا : أهم المؤشرات الإحصائية و المالية

سنتناول أهم المؤشرات الإحصائية و المالية لسوق عمان

الجدول (03-11): أهم المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان 2017.

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المدرجة	240	236	228	224	194.
القيمة السوقية (مليون دينار)	182335	180826	179847	173394	169626
حجم التداول (مليون دينار)	30273	22634	34171	23995	29262
المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)	4.12	1.9	9.13	5.9	8.11
عدد الأسهم المتداولة(مليون)	27058	23218	25858	18367	17167
عدد العقود المنفذة (الألف)	10744	9560	8990	7862	7175
عدد التداول	245	249	246	245	247
معدل دوران السهم ()	38	8.32	3.37	2.27	7.25

الفصل الثالث: دراسة مقارنة لأثر محددات الاستثمار المحفظي على سوق الجزائر و سوق عمان للأوراق المالية

21268	21703	21363	321851	20652	رقم قياسي لأسعار الأسهم المرجح بالسهم
40064	40697	42299	42376	43367	رقم قياسي غير مرجح لأسعار السهم
4660	4932	5333	5858	5851	عدد السندات المتداولة (بالألف)
15.71	0	0.01	0.02	2.1	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
1.9	0	0.85	0.02	2	نسبة القيمة السوقية إلى العائد
19.5	16.5	14	15.3	14.7	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (مدة)
1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	نسبة الأرباح الموزعة على القيمة السوقية
1.6	4.1	6.3	4.2	4.6	نسبة مساهمة غير الأردنيين في القيمة السوقية
48.1	49.6	49.5	48.8	49.9	شراء غير الأردنيين (مليون دينار)
9949	6665	9817	3625	9395	بيع غير الأردنيين (مليون دينار)
13292	2376	106	222	1449	صافي استثمار غير الأردنيين
61.8	65.0	70.7	75.8	830	القيمة السوقية إلى الناتج المحلي

المصدر من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

www.exchange.jo، تاريخ الإطلاع 30-04-2019، ساعة الإطلاع 17:00

الجدول (03-12) أهم المؤشرات المالية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2017.

الفترة	القيمة السوقية للعائد	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	الأرباح الموزعة	عائد السهم	معدل الدوران
2007	27.986	2.970	1.8080	0.227	91.200
2008	18820	2.177	2.526	0.226	91.546
2009	14363	1.849	2.829	0.113	91.333
2010	26345	1.667	2.725	0.116	102177
2011	22564	1.456	3268	0.156	58.167
2012	15575	1.456	4591	0.150	33886
2013	14742	1326	4595	0.145	38.001
2014	15307	1.315	4179	0.162	32814
2015	14028	1.265	3631	0.147	37.298
2016	16550	1.246	4142	0.122	27206
2017	19539	1.226	4.564	NA	25.742

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقرير السنوي لبورصة عمان 2017 الموقع :

www.exchange.io ، تاريخ الاطلاع 30-04-2019، ساعة الاطلاع 17:05

المطلب الثالث: معوقات بورصة الجزائر للأوراق المالية و إقتراحات تفعيلها ومعوقات بورصة عمان

سنتطرق في هذا المطلب إلى المعوقات التي تعرقل سير بورصة الجزائر وبورصة عمان واقترحات تفعيل بورصة الجزائر .

أولاً: المعوقات التي تعاني منها بورصة الجزائر

هناك العديد من المعوقات التي تعاني منها بورصة الجزائر من بينها

1-المعوقات الإقتصادية: تندرج تحت هذا النوع من المعوقات التي تعد من إشكالية البورصة على أداء الأدوار المنوطة بها منها:

أ-التضخم: وذلك من خلال تأثيره على الادخار إذ يؤدي إلى التقليل من الميل إلى الإدخار وتقليل حجم المدخرات الموجودة فعلا، حيث يدفع التضخم الأفراد ذوي الدخول الثابتة أو المنخفضة إلى اللجوء إلى مدخراتهم لإقتطاع جزء منها لإنفاقها على السلع الإستهلاكية رغبة منهم في المحافظة على مستويات إستهلاكهم عندما تكفي دخولهم النقدية الجارية في تحقيق مستويات الإستهلاك التي إعتادوا عليها.

إضافة إلى أنه يؤدي إلى توجيه رؤوس الأموال إلى فروع النشاط الإقتصادي الأقل إنتاجية فعند ظهور الحالة تلجأ الدولة إلى رفع سعر الفائدة للحد من التضخم الأمر الذي يؤدي بالأفراد إلى إيداع ما لديهم من أموال في البنوك للحصول على فائدة عالية ومضمونة، وبما أن التضخم يعبر عن الحالة السيئة التي يمر بها الإقتصاد فإنه يشجع على إنتقال رؤوس الأموال نحو الأسواق الأجنبية التي تتميز بالإستقرار وهكذا فإن التضخم يمثل عائقا بالنسبة لنشاط البورصة في الجزائر من خلال توجيه رؤوس الأموال من ميادين أخرى غير البورصة.

ب-السوق الموازية: إن الأرباح المحقق في هذا السوق على قدر كبير من الأهمية لذا فإن وجود هذه السوق لا يشجع إطلاق العائلات على توجيه مدخراتهم نحو الإستثمار في الأوراق المالية سعيا لتحقيق عوائد توفرها الأسواق الموازية.

ج-الحوافز الجبائية: ما يميز النظام الجبائي الجزائري هو أنه أخضع الأعوان الإقتصاديين إلى ضرائب مرتفعة على الدخل، فمثلا نسبة الضريبة على الأرباح الشركات تعادل 25 من الأرباح وهذه النسبة تؤدي إلى تخفيض بعض نسبة الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين زيادة عن الضريبة على الدخل الإجمالي التي تخضع لها مرة أخرى للتوزيعات عن تحويلها إلى حسابات المساهمين، كل هذه الضرائب تضعف من مردودية

الأموال المستثمرة في الأوراق المالية لذا فإن هذا الضغط الجبائي أدى بهم إلى تغيير سلوكهم الإدخاري و الإستثماري.

د-ضعف الجهاز الإنتاجي: يمثل القطاع العمومي لمؤسسات الإقتصادية قرابة 80% من مجموع الإستثمارات الجزائرية وأهم ما يميز هذا القطاع.

- إرتفاع عدد العمال وضعف مردودية العمل ويد عاملة غير مؤهلة.
- مؤسسات عمومية غير متوازنة ماليا غالبا ما تتلقى الدعم من الدولة في حالة الإفلاس.
- تعيين مسيري المؤسسات غالبا ما يكون إلى إعتبرات غير إقتصادية مما ينعكس سلبا على أداء هذه المؤسسات.

2-عائق الخصوصية: تعتبر الخصوصية في الجزائر خيارا واضحا في إطار إعادة الهيكلة الإقتصادية وبالرغم من إنشاء وزارات ومجالس لهذا الغرض (وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، المجلس الوطني للخصوصية... الخ) إلى أن هناك معوقات تقف أمام البدء في الخصوصية الفعلية وفيما يلي عرض لهذه المعوقات:

- معوقات خاصة بالمؤسسات القابلة للخصوصية.
- معوقات مرتبطة بمحيط المؤسسات القابلة للخصوصية.
- معوقات مؤسسية¹.

2-المعوقات الإجتماعية والثقافية والسياسية والقانونية:

وتنقسم إلى:

أ-معوقات إجتماعية وثقافية: إن الانفجار الديمغرافي في الجزائر بدل العائلات مستغلة بحاجياتها من غذاء ولباس إضافة إلى هذا فإن العائلات تميل إلى توجيه إدخارها أساسا نحو الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط من أجل الحصول على مسكن كل هذا أدى إلى إعاقه عمل البورصة في الجزائر. إضافة إلى ذلك نجد غياب الثقافة البورصية لدى أفراد المجتمع، وذلك لجهل الكثير منهم بماهية البورصة وأهميتها، كما أن الأمية تمثل عائقا حقيقيا بالنسبة لمعظم الناس غير الواعيين من أجل إستثمار أموالهم في القيم المتداولة.

¹عسوس موسى، تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر، (دراسة تحليلية)، مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، عدد 2، 2018، ص ص 10-11.

كما يعتبر العامل الديني ذو أهمية كبيرة لتوجه المدخرات من أجل توظيفها في القيم المتداولة، وتمنع العديد من العائلات من توظيف فوائدها المالية خاصة السندات باعتبار أن عائدها يعتبر من الربا المحرمة في الإسلام.

ب-المعوقات السياسية والقانونية: إن العائق الأكبر الذي يواجه بورصة القيم المنقولة في الجزائر هو مشكل عدم الإستقرار السياسي هذا الأخير يعتبر الشرط الأساسي الواجب توفره لجلب المستثمرين خاصة منهم الأجانب للإستثمار في البورصة أما من الناحية القانونية فنجد أن من أهم تقنيات الخوصصة هي فتح رأس مال المؤسسة العمومية من خلال بيع أسهمها في البورصة، غير أن هذا الأمر لم يؤخذ شكل جدي في الجزائر، وهذا راجع إلى الإطار القانوني الضيق المتميز تردد السلطات العمومية بشأن خوصصة المؤسسات العمومية¹.

3-المعوقات التنظيمية والتشريعية:

يمكن إيجاز أهم المعوقات التنظيمية والتشريعية فيما يلي:

أ-المعوقات التنظيمية: إن الممارسة الميدانية لنشاط البورصة تشترط تكويننا ماليا و إقتصاديا عاليا لقراءة المعطيات المتاحة وتفسيرها وتحليلها و إتخاذ القرارات المناسبة، وهذه الكفاءة يجب أن تتوفر في كل العاملين بالبورصة وحتى لدى باقي المتدخلين وحتى لو إعتمدت البورصة في المرحلة الأولى من الإنطلاق على إطارات البنوك والمؤسسات المالية وإطارات شركات المساهمة في إدارتها، ومن المعوقات التنظيمية أيضا نجد معوقات متعلقة بقلّة المؤسسات المدرجة، معوقات غياب الشفافية، معوقات سير عمل البورصة.

ب-معوقات تشريعية: بالرجوع إلى القانون المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم للمادة 715 مكرر 30 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 15-04-1993 يتضح إستمرارية تجسيد هذه المادة بدلا من إعتماد التعامل بالأوراق المالية بمفهومها الواسع الذي يشتمل على الأسهم والسندات وهذا يعني:

- تفضيل السندات والقروض يتطلب تسديدها الأولية في حالة الإفلاس.
- إبعاد الأسهم التي تمثل الملكية في المشروع.
- حرمان الشركات من التمويل الذاتي.
- إن التأكيد على التعامل بالسندات دون الأسهم في بورصة الجزائر يتناقض مع مبدأ الخوصصة وسياسة إقتصاد السوق².

¹ آيت آكان عزيزة، بوصيعة فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، صص 118-119.

² عسعوس موسى، تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الإقتصادية المستدامة في الجزائر، (دراسة تحليلية)، مرجع سبق ذكره، صص 11-12.

ثانيا: إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر

تمثل إقتراحات تفعيل بورصة الجزائر فيما يلي:¹

- إصدار أدوات مالية جديدة وتنويعها.
- مساندة التطور في مجال الخدمات المالية.
- دعوة القطاع الخاص لتحريك البورصة وتوفير التسهيلات اللازمة لجذبه.
- إستغلال وسائل الإعلام بكافة أشكالها والترويج لما يمكن أن تحققه البورصة.
- تبسيط وتسهيل الإجراءات القانونية وإضفاء المرونة عليها.
- مكافحة الإقتصاد غير الرسمي الذي يمتص المداخل الموجهة للإستثمار في القيم المنقولة.
- تطهير المؤسسات والبنوك المرشحة لدخول البورصة.
- محاربة ظاهرة حروب الإدخار المالي ورؤوس الأموال نحو الخارج.
- الإسراع بعملية الخوصصة التي تعد شرطا ضروريا لتطوير البورصة الجزائرية .
- تكوين مختصين ماليين من خلال تمكينهم من تقنيات البورصة وميكانيزماتها.

ثالثا: المعوقات التي تعاني منها بورصة عمان

كما يمكن ذكر بعض المشاكل والعراقيل التي تواجه سوق بورصة عمان للأوراق المالية كغيره من الأسواق المالية والتي سيتم إيجازها جملة كما يلي:

- 1 المعوقات التنظيمية والتشريعات التي تواجه الأسواق المالية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي ، التي تحول دون تطورها وعدم قدرة بعض القوانين واللوائح على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية .
- 2 إفتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصریحة حول حماية صغار المستثمرين .
- 3 فرض الضرائب على الأوراق المالية محل التداول وقيود تحويل العملات الأجنبية .
- 4 إرتفاع درجة تركيز التداول الذي تعاني منه كافة بورصات الأوراق المالية العربية وتعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية أو الجودة لإحتفاظ كبار المستثمرين ببعض منها أو إنخفاض جودة الأسهم المدرجة في البورصة خاصة أسهم شركات القطاع الخاص² .

¹ آيت اكان عزيزة، بوسيقع فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 122-123.

² - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة

الباحث ، عدد7، 2010، ص ص 189-190.

5 مشكلة هجرة الأموال إلى الخارج فتمثل فجوة تمويلية في عدم قدرة مواردها المالية على تمويل الإستثمار التنموي الضروري لها .

6 إنتشار الفساد الإداري والمالي وغياب الشفافية والتسهيلات أمام الإستثمار.

7 هيمنة الأجهزة الحكومية على النشاط الإستثماري والمالي.

خلاصة الفصل:

تعتبر البورصة بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما، فالبورصة هي مكان معلوم ومحدد مسبقا بقدر مناسب من الشفافية والعلانية لرصد المتغيرات والمستجدات بسهولة، وبالرغم من الاختلاف الموجودة بين بورصة الجزائر وبورصة عمان من حيث النشأة والشروط والهيكل التنظيمي ونشاطها وانفتاحها على العالم الخارجي إلى أنها تشترك في العديد من الخصائص فبسببها تعاني من ضعف تطور أدائها داخل اقتصادياتها وتعاني من التخلف وقلة التنوع في أوراقها المالية وقلة الشركات المدرجة فيها خاصة الجزائر وضعف كفاءتها فهي لا تقارن بالدول المتقدمة التي هي بعيدة كل البعد عليها.

كما لا زالت تقف أمام تطور البورصة الجزائرية العديد من العوائق التي تحول دون تطورها ونموها ويتطلب تجاوز هذه العوائق ببذل المزيد من الجهود ضمن رؤيا واضحة تسعى للنهوض بالبورصة.

خاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات تجميع و توجيه الموارد المالية و توظيفها في المشروعات الإستثمارية و هي بذلك تلعب دورا أساسيا في تطوير أساليب التحويل و توفيره بالأحجام المناسبة، و ذلك بتجميع المدخرات الوطنية و تحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، بهدف خلق قيمة مضافة في الإقتصاد القومي.

و لأهمية الأسواق المالية قامت الجزائر و عمان في فترة التسعينات من القرن العشرين بثورة قانونية في القطاع المالي و الهدف منها إعطاء الأسواق المالية دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية الإقتصادية المنشودة حيث تم في هذا الإطار إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر و لكن رغم الجهود المبذولة من طرف السلطات المعنية لتطوير البورصة في الجزائر إلى أن هذه الأخيرة ما زالت تعرف ركودا و جمودا في أدائها بعكس بورصة عمان بحيث خطت خطوة مهمة في مجال الإصلاح و الإنفتاح على الأسواق الخارجية بهدف إعادة تأهيل الإقتصاد في عمان و تحسين قدرته التنافسية في إقتصاد عالمي أمام تدفقات رؤوس الأموال، و توفير المناخ الإستثماري المناسب للأجانب و نتيجة لذلك أصبح إسهام الإستثمار الأجنبي القيمة السوقية للشركات داخل بورصة عمان يعادل نتيجة إسهام الإستثمار المحلي.

1- إختبار صحة الفرضيات:

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدي مما ينفي صحة الفرضية الأولى.

❖ من مميزات سوق الأوراق المالية بأن لها دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل مما يثبت صحة الفرضية الثانية.

❖ الهدف الأساسي من وراء بناء محفظة إستثمارية مثلى هو تحقيق عوائد أكبر بمخاطر أقل مما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

❖ إن إنشاء البورصة في الجزائر ساعد على زيادة سرعة العجلة التنموية فيها مما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

2- النتائج المتوصل إليها:

❖ تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل النمو الإقتصادي من خلال ما توفره من رؤوس أموال القطاعات الإنتاجية و ما تقدمه من أرباح و فوائد لمقدمي تلك الأموال، مما يسمح بتعزيز و تقوية الثروة المالية و الحقيقية.

❖ تحقق سوق الأوراق المالية لمشروع إستمرارية الإمداد بالأموال، كما تحقق للمدخرين حرية توظيفها، من خلال الإصدار الجديد عند إنشاء المشروع لأول مرة أو عند زيادة رأس المال، أو من خلال السوق الثانوي.

❖ تساهم أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بقدر كافي من السيولة في تحسين عملية تخصيص الأموال و تعزيز أفاق النمو، حيث تقلل تلك الأسواق من مخاطر حيازة الأوراق المالية، و ذلك بالسماح للمدخرين بالشراء و البيع بسرعة و بتكلفة منخفضة.

❖ إن مدى توافر المعلومات يؤدي إلى قيام سوق كفؤ.

❖ إن الأوراق المالية تتعرض لنوعين من المخاطر، مخاطر منظمة و أخرى غير منظمة.

❖ المحفظة الإستثمارية هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية، بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطر و تتلائم مع رغبة المستثمر.

❖ تعبر الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية) التي تصدرها منشآت الأعمال السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق رأس المال، وتمثل صك يعطي لحامله الحق في الحصول على العائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو حقيقة ما.

❖ الإستثمار المحفظي على غرار أنواع الأخرى تحكمه و تضبط تحركاته عدد من المحددات التي تجعل نصيب الدول منه تختلف باختلاف مدى توفر هذه المحددات و تنقسم إلى عوامل داخلية و عوامل خارجية.

- ❖ من خلال المؤشرات المدروسة نلاحظ أن تفعيل بورصة الجزائر يعتبر إشكالية حقيقية تقتضي تضافر الجهود في جميع الجوانب للتخلص من العقبات التي أصبحت تقف أمام كل الجهود المبذولة من طرف الدولة الجزائرية لتفعيل هذه السوق.
- ❖ نقص الوعي لدى المؤسسات بأهمية السوق المالي في تمويل إستثماراتهم و هذا يعكس العدد قليل جدا من المؤسسات المدرجة في مؤشر بورصة الجزائر كما نسجل نقص ثقافة تداول الأوراق المالية لدى المدخرين و هذا يعكس ركود سوق الأوراق المالية.
- ❖ عرفت أحجام التداول تذبذبا بين إرتفاع و إنخفاض، تفاوتت معدلات نموها من قطاع لآخر. و عموما إستحوذ القطاع المالي على النسبة الأكبر من تلك التداولات.
- ❖ باعتبار سوق عمان للأوراق المالية من الأسواق شبه الناشئة، فإن درجة التركيز بها مرتفعة إلى أكبر من 60% مما يدل على هيمنة الشركات الكبرى على رزمة السوق.

3- التوصيات:

- ❖ تعزيز الشفافية و الإفصاح و ذلك عن طريق قيام سوق الأوراق المالية بإصدار نشرة يومية أو أسبوعية و شهرية تتضمن معلومات عامة عن السوق و قرارات مجلس الإدارة و معلومات عن حجم التداول و مؤشرات الأسعار.
- ❖ على المستثمر أن يدرك أن تقييم أداء المحفظة الإستثمارية لا يكون على أساس العائد فقط بل لابد من الأخذ بعين الإعتبار المخاطر و هو ما قد يقتضي تقسيم أداء المحفظة وفقا له.
- ❖ يجب على المستثمر العمل على جميع المعلومات الكافية و اللازمة التي تساعد على إتخاذ القرار الإستثماري السليم.
- ❖ على المستثمر التنويع في مكونات المحفظة الإستثمارية، فالمحفظة المتنوعة جدا تكون مخاطرها و أيضا يجب عليه إتباع سياسات و إستراتيجيات فعالة لإدارة محفظة من أجل تحقيق أكبر عائد و أقل خطورة.
- ❖ على السلطات الجزائرية القيام بإصلاحات جديدة في ظل الظروف العالية، من خلال إصلاح منظومة المحاسبة و الشفافية و المسائلة فيما يخص أداء المؤسسات الإقتصادية الجزائرية، التي بدورها يجب أن تعاد هيكلتها ضمن إطار تشريعي يسمح لها بالإدراج في السوق المالي مع تقليل من حجم الدعم المجاني.

❖ تنظيم النظام المالي بصورة فعالة ضمن قنوات تكاملية مرنة التي تهدف إلى دعم برامج التنمية و تسهيل عملية التمويل من خلال دعم بورصة الجزائر و محاربة كل العراقيل التي تقف حائل دون فعالية هذه السوق.

4- أفاق البحث:

هناك الكثير من الجوانب التي لم يتسنى لنا دراستها و التي تعتبر مواضيع لدراسات و أبحاث لاحقة، نود أن نشير كمواضيع مقترحة للباحثين المقدمين على إختيار نفس الموضوع أو مواضيع تتعلق بسوق الأوراق المالية أو الإستثمار الدولي.

- ❖ أثر الاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية.
- ❖ الحلول و الإقتراحات بخصوص مشاكل و معوقات سوق الأوراق المالية في الجزائر و سبل تفعيلها.
- ❖ تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

اولا: المراجع باللغة العربية

أ- الكتب :

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
2. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
3. حامد العربي الخضري، تقييم الإستثمارات، إدارة الكتاب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 200.
4. حسين علي حربوش و آخرون، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية)، دار زهران للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2001.
6. حاكم محسن الربيعي و آخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
7. جمال الدين برقوق آخرون، إدارة الاستثمار، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.
8. جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية و النقدية، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2002.
9. خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثانية، 2011.
10. دريد كامل الشبيب، الإستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
11. رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
12. زكريا سلامة عيسى الشنطاوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
13. زاهر عبد الرحيم عاطف، إدارة العمليات النقدية والمالية بين النظرية والتطبيق، دار الرابة للنشر للتوزيع، الطبعة الأولى، 2008.
14. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، مصر، 2007.
15. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2007.
16. سعيد توفيق عبود، نادية أبو فخره، الأسواق والمؤسسات المالية، مطبعة دار السلام، 2003.
17. سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، إدارة الرابة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

18. شقيري نوري موسى و آخرون ، إدارة الاستثمار ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ،عمان ،الأردن ، الطبعة الأولى ، 2012.
19. صلاح الدين حسن السيبي ، بورصة الأوراق المالية (الأهمية ، الأهداف ، السبل ، مقترحات النجاح) ، عالم الكتاب ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2003.
20. صلاح الدين جودة ، بورصة الأوراق المالية علميا و عمليا ، مطبعة الشعاع الفنية ، مصر، الطبعة الأولى ، 2000.
21. صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
22. ضياء مجيد الموسوي ، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها ، الأسهم ، السندات)، مؤسسة شهاب الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، 2003،
23. طارق عبد العال حماد ، دليل التعامل في البورصة ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2007.
24. طاهر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، طبعة الأولى، 2012.
25. طاهر حيدر جردان ، مبادئ الاستثمار ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، 1997.
26. عباس كاظم الدعوى، السياسات النقدية و المالية وأداء سوق الأوراق المالية ، دار الصفا للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن ، الطبعة الأولى ، 2010.
27. عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في الأوراق المالية ، دار الجامعة طبع -نشر -توزيع ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2000.
28. عبد الغفار حنفي ، بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية الجديدة للنشر ،الإسكندرية ، مصر ، 2003.
29. عبد الغفار حنفي ، رسمية قريفاص ، أسواق المال (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات التأمين ، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر ، 2000.
30. عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث القاهرة مصر، 2010.
31. عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، دار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
32. عبد الوهاب يوسف احمد ، تمويل و إدارة المؤسسات المالية ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008.
33. عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، الأردن ، الطبعة الأولى، 2010.
34. غازي فلاح المومني ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، المناهج للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى، 2013.
35. غازي فلاح المومني، مخاطر المحفظة والعوامل المؤثرة عليها، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى،
36. فلاح الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري ،إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، الأردن 2000.
37. فيصل محمد شواورة ، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العلمية) ، وائل للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2008.

38. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري ومحتوى علمي، التمويل، الاستثمار-التخطيط-التحليل المالي-، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2013.
39. قاسم نايف علوان ، إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق ، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الاردن ، 2012.
40. ماجد احمد عطا الله، إدارة الإستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.
41. محمد الصيرفي ، البورصات ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر ، الطبعة الأولى ، 2008.
42. محمد عبد الحميد عطية، الإستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.
43. محمد عوض عبد الجراد علي إبراهيم الشديفت، الإستثمار في البورصة دار العامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
44. محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقديم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
45. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
46. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الاوراق المالية ، دراسة لواقع اسواق الاسواق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، عدد7، 2010.
47. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 1998.
48. ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، الطبعة الأولى، 1998.
49. هاشم فوزي دباس العبادي ، الهندسة المالية و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية ، الوراق للنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن الطبعة الأولى ، 2008
50. وليد الصافي ، انس البكري ، الأسواق المالية و الدولية ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن ، الطبعة الأولى ، 2012.

ثانيا: أطروحات ومذكرات :

51. بن أعمار بن حاسن، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وبنوك مالية، جامعة أبي بكر بالقايد، تلمسان، الجزائر، 2013/2012.
52. بوكساني رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير ، تخصص اقتصاد ، جامعة الجزائر ، 2006.
53. حنان خالد حنش عيساوي دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة ، (سوق العراق للأوراق المالية وسوق عمان نموذجا) ،مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص الإقتصاد ، كلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة القادسية ، 2016 .

54. مصبح احمد ، الإستثمار المالي دراسة حالة الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ، المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر ، 2002.
55. آيت أكان عزيزة، بوضيعة فتيحة، تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة حالة بورصة الجزائر، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015.
56. زكريا جردان ، دور الأسواق المالية في تمويل الإستثمارات دراسة حالة بورصة الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص نقود و مالية ، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2016.
57. شهيري صبرينة ، مناد سهام ، دور المؤشرات المالية في اتخاذ القرارات الإدارية (دراسة قياسية للمؤشر داو جونز) ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر تخصص مالية ، كلية العلوم الاقتصادية التجارية و علوم التسيير، جامعة ابن خلدون -تبارت- 2013-2014
58. صالح بوزطوطه ، نظام البورصة في الجزائر ، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، في الحقوق تخصص قانون أعمال ، كلية الحقوق و العلوم السياسية ، جامعة العربي بن مهدي ، أم البواقي ، الجزائر ، 2014
- ثالثا: المجالات :**
59. إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية (بالتطبيق في سوق عمان المالي)، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلة 4 العدد، 2011.
60. عسعوس موسى، تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر، (دراسة تحليلية)، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، عدد 2، 2018.
61. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية ، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها ، مجلة الباحث ، عدد7، 2010، ص ص189-190.

رابعا: التقارير :

- آ-التقرير السنوي لمصرف السلام (الجزائر) 2017.
- ب- التقرير السنوي لبورصة عمان 2017.

خامسا: المراسيم :

- آ-المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/04/29.
- ب-المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/03/23.
- ج-المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 1993/04/15.

سادسا: المواقع الالكترونية

-www.sgbv.dz/ar

-www.exchange.go

<http://exchangejo/ar/print/pdf/node/7355>

ملخص:

تمثل العملية الإستثمارية بمختلف أشكالها ومتطلباتها عصب الحياة الإقتصادية لأي دولة ، لأن الإستثمار في الأسواق المالية بمثابة دافع فوري لتطوير العجلة الإقتصادية فتخصيص الموارد المالية المتاحة للمستثمر يتطلب أسواق مالية تتميز بالكفاءة والفعالية إلا أن تحقيق هذه الفعالية يعترضه وجود بعض المحددات التي لا بد من تجاوزها وللوقوف على هذه المحددات إرتأينا دراسة مقارنة بين بورصة القيم المنقولة لسوق الجزائر المالي وسوق عمان المالي ودراسة أهم المؤشرات المالية التي تخص كل من السوقين (كالشركات المدرجة وحجم التداول والقيمة السوقية).

الكلمات المفتاحية :

المحفظة الإستثمارية، السوق الكفاء، الأوراق المالية، البورصة، الأسهم، السندات ،محددات الاستثمار.

Résumé

Le processus d'investissement, sous toutes ses formes et dans toutes ses exigences, est le pilier de la vie économique de tout pays. L'investissement sur les marchés financiers est un motif pour développer la roue économique. L'allocation des ressources financières disponibles à l'investisseur nécessite des marchés financiers efficaces et efficients. Cependant, pour atteindre cette efficacité, certains déterminants doivent être surmontés. Pour identifier ces déterminants, nous avons fait une étude comparative entre la Bourse des marchés financiers algériens et le marché financier d'Amman ainsi qu'une étude des indicateurs financiers les plus importants pour chaque marché (sociétés cotées, volume des opérations et valeur marchande).

Mots clés : Portefeuille d'investissement, marché efficients, valeurs mobilières, marché boursier, actions, obligations et déterminants de l'investissement.

