

جامعة ابن خلدون تيارت



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة في مادة

المؤسسة والأسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس إدارة مالية

من إعداد

د. راشدة عزيزو

أستاذ محاضر "ب"

السنة الجامعية: 2021-2022

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
II	فهرس المحتويات
V	قائمة الأشكال
V	قائمة الجداول
2	مقدمة
المحور الأول: مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها	
5	أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
9	ثانياً: تصنيفات المؤسسات الاقتصادية
15	خلاصة المحور الأول
المحور الثاني: مفهوم الأسواق المالية	
18	أولاً: تعريف الأسواق المالية وتطورها
20	ثانياً: وظائف الأسواق المالية
23	ثالثاً: أنواع الأسواق المالية
29	خلاصة المحور الثاني
المحور الثالث: طبيعة وأهمية وعناصر الأسواق المالية	
31	أولاً: طبيعة الأسواق المالية
34	ثانياً: أهمية السوق المالية
37	ثالثاً: عناصر الأسواق المالية
40	خلاصة المحور الثالث
المحور الرابع: تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي	
42	أولاً: تنظيم السوق المالي
47	ثانياً: نمط تشغيل السوق المالي

52	خلاصة المحور الرابع
المحور الخامس: أهمية الاستثمار في الأوراق المالية	
54	أولاً: مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية
59	ثانياً: مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية
62	خلاصة المحور الخامس
المحور السادس: أنواع الأوراق المالية	
64	أولاً: الأسهم
67	ثانياً: السندات
69	ثالثاً: المشتقات المالية
73	خلاصة المحور السادس
المحور السابع: مفهوم محفظة الأوراق المالية	
75	أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية
77	ثانياً: ماهية محفظة الأوراق المالية
79	ثالثاً: تكوين محفظة الأوراق المالية
82	خلاصة المحور السابع
المحور الثامن: مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية	
84	أولاً: مفهوم العائد
88	ثانياً: مفهوم المخاطر
93	خلاصة المحور الثامن
المحور التاسع: تسيير محفظة الأوراق المالية	
95	أولاً: مفهوم تسيير المحفظة
97	ثانياً: الاطار العام لتسيير المحفظة

1000	ثالثا. استراتيجيات تسيير المحفظة
102	خلاصة المحور التاسع
المحور العاشر: مفهوم محفظة الأوراق المالية المثلى	
103	أولا: تعريف المحفظة المثلى
105	ثانيا: التوازن بين العائد والمخاطرة
110	ثالثا: اختيار المحفظة المثلى
111	خلاصة المحور العاشر
المحور الحادي عشر : استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية	
113	أولا: مفهوم استراتيجية التنويع
114	ثانيا: أسس استراتيجية التنويع
120	ثالثا: عوامل نجاح استراتيجية التنويع
123	خلاصة المحور الحادي عشر
125	قائمة المراجع

قائمة الأشكال وقائمة الجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
21	هيكل النظام المالي	(1-2)
98	الإطار العام لتسيير المحافظ المالية	(1-9)
108	تقدير معامل بيتا عن طريق الانحدار	(1-10)
	العلاقة بين معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب	(2-10)
	أثر التنوع البسيط في تخفيض مخاطر محفظة الأوراق المالية	(1-11)

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
57	التمييز بين الاستثمار والمضاربة	(1-5)
108	تفسير معامل بيتا للسهم	(1-10)

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية وحدة منظمة تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية والمالية، اللازمة لتحقيق أهدافها. ولتلبية احتياجاتها من تلك الموارد المختلفة، تلجأ المؤسسة إلى سوق العمل، سوق السلع والخدمات والسوق المالية، فتكون في علاقة تفاعل دائمة ومستمرة مع هذه الأسواق، بتدفقات حقيقية ونقدية، داخلية أو خارجية منها.

تولي المؤسسات أهمية بالغة للموارد المالية، لدورها الحيوي في ضمان سيرورة نشاطها وبقائها. فتوفير هذه الموارد اللازمة لعملية الاستغلال أو لإنشاء المشاريع الاستثمارية الجديدة أو التوسع في تلك القائمة، يستدعي البحث عن مصادر تمويل مناسبة لكمية ونوعية الاحتياجات المالية للمؤسسة، فمصادر التمويل الداخلية من اهتلاكات ومؤهلات وأرباح غير موزعة، تكون غالباً غير كافية، لمد كل احتياجات المؤسسة في المراحل المختلفة لتطور حياتها، فيكون التمويل الخارجي مكملًا للتمويل الداخلي، حيث تتوجه المؤسسة لتلبية احتياجاتها المالية من خلال الفوائض المالية المتاحة في السوق المالية وفق شروط وإجراءات محددة ومتفق عليها.

تسهل الأسواق المالية تدفق الأموال من أجل تمويل استثمارات المؤسسات، فتنتقل الفوائض المالية ممن يملكونها إلى من يحتاجونها، عن طريق أدوات تدعى الأوراق المالية، تطرح في الأسواق المالية ممن يعانون عجز مالي، ليتم شراء هذه الأوراق ممن يملكون الفوائض المالي، بهدف تحقيق عائد، وبذلك تتجسد عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

بذلك تؤدي الأسواق المالية بصفة عامة، وأسواق الأوراق المالية خصوصاً، وظيفة هامة، بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، أي بتوجيه الفوائض المالية لمختلف الوحدات من أفراد ومؤسسات وحكومات، وتوظيفها في استثمارات مالية بما فيها الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية وتحقق عوائد لها من جهة، ومن جهة أخرى توفر هذه الأسواق، الأموال اللازمة لتلبية الاحتياجات التمويلية لمختلف الوحدات التي تعاني من عجز مالي. أي أنها باختصار، تضمن تلبية غبات المدخرين الذين يرغبون في تحقيق عائد جيد من استثمار أموالهم، والمؤسسات التي هي بحاجة لهذه المدخرات بغرض تمويل أنشطتها الاستثمارية.

وعليه جاءت هذه الدروس الموجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص إدارة مالية، بهدف تعريف الطالب بالمؤسسة الاقتصادية والأسواق المالية، وتوضيح العلاقة بين المؤسسة والأسواق المالية عموماً، وأسواق الأوراق المالية خصوصاً، وقد شملت، محاور متوافقة ومنسجمة مع البرنامج الوطني المسطر.

عرضت هذه الدروس بأسلوب بسيط، تدعمه الدقة والوضوح، حتى يتمكن الطالب من الإلمام بمختلف الجوانب والمفاهيم، المتعلقة بالمؤسسة والأسواق المالية. حيث تناولت في المحور الأول مفهوم المؤسسة وتصنيفاتها، يهدف للتعريف بالمؤسسة وتوضيح أهدافها وأصنافها المختلفة. بينما يعرض المحور الثاني مفهوم الأسواق المالية من خلال عرض موقعها في النظام المالي، والتطرق لتعريفها وتطورها، وخصص المحور الثالث لطبيعة وأهمية وعناصر الأسواق المالية، بينما تناول المحور الرابع تنظيم وغط تشغيل السوق المالي، وفي المحور الخامس أهمية الاستثمار في الأوراق المالية، وفي المحور الموالي أنواع الأوراق المالية، من أسهم، سندات ومشتقات مالية، بينما تطرق المحور السابع لمفهوم محفظة الأوراق المالية، ويهدف إلى تعريف المحفظة وعرض أهدافها وأنواعها، ثم جاء المحور الثامن ليرز مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، في حين خصص المحور التاسع لتسيير محفظة الأوراق المالية، بعرض الإطار العام لتسيير محفظة الأوراق المالية واستراتيجيات عملية تسييرها، في حين تناول المحور العاشر، مفهوم محفظة الأوراق المالية المثلى من خلال تعريف المحفظة المثلى وعلاقة العائد بالمخاطرة وكيفية اختيار المحفظة المثلى، وفي المحور الحادي عشر استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية، يهدف إلى تناول مفهوم استراتيجية التنويع وأسسها، وعوامل نجاحها.

المحور الأول

المؤسسة وتصنيفاتها

تعتبر المؤسسة الاقتصادية إطار، تتجمع فيه الموارد البشرية والمادية والمالية اللازمة لتحقيق أهداف محددة. قد تطورت المؤسسات بتطور النظم الاجتماعية والاقتصادية، وتؤدي أدوارا مختلفة، منها اقتصادية واجتماعية تعكس أهميتها، وتتعدد أصناف المؤسسات الاقتصادية حسب المعيار المستعمل، ولكل منها خصائص تميزها، نتناولها بالتفصيل في هذا المحور.

أولا. مفهوم المؤسسة الاقتصادية: عرف مفهوم المؤسسة تطورا واختلافا كبيرين، نتيجة لتعدد التصورات والمدارس الاقتصادية، بدءا من اعتبارها مجرد آلة للإنتاج، تتجاهل العوامل النفسية للفرد، وصولا إلى اعتبارها منظومة مركبة، من أشخاص تجمع بينهم روابط انسانية، لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية مشتركة.

1. تعريف المؤسسة الاقتصادية: قدمت العديد من التعاريف، منها ما يركز على العناصر المكونة للمؤسسة الاقتصادية، طبيعة نشاطها وأهدافها. ومن التعاريف المتداولة:

- اعتبار المؤسسة عون اقتصادي، ينتج السلع والخدمات للأعوان الآخرين، بغية تحقيق أرباح.¹
- تمثل المؤسسة الاقتصادية نظام تفاعلي، مؤلف من مجموعة من الموارد المادية والمعنوية، ومجموعة الأفراد الذين تجمعهم علاقات رسمية وغير رسمية، من أجل تحقيق رسالة المؤسسة والغاية التي وجدت من أجلها.²
- المؤسسة عبارة عن اندماج عدة عوامل، بهدف إنتاج أو تبادل سلع أو خدمات، مع أعوان اقتصاديين آخرين، وهذا في إطار قانوني واجتماعي معين، وضمن شروط اقتصادية مختلفة، زمنيا ومكانيا، تبعا لمكان وجود المؤسسة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به، ويتم الاندماج لعوامل الإنتاج بواسطة تدفقات نقدية وحقيقية.³ يشمل هذا التعريف مختلف أنواع المؤسسات مهما اختلفت أهدافها وطبيعة نشاطها أو النظام الاقتصادي الذي تنشط فيه، كما ركز على كونها شخصية مستقلة، وبشكل خاص في توفير احتياجاتها المالية.

¹ -Jean Luc Charron et Sabine Sépari, **Organisation et gestion d'entreprise**, 2 édition, Dunod, Paris, 2001, p :1

² عبد الله خيابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013، ص:12.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008، ص-ص: 10-11.

استخدمت بعض المصطلحات للتعبير عن المؤسسة كالمنشأة والمنظمة، فمفهوم كل منها له دلالاته المميزة. فمصطلح المنشأة يعطى للمؤسسات أو المنظمات الاقتصادية النظام المسير مركزيا، أو التي تكون تحت مراقبة هيئة عمومية، محلية أو وطنية، فهي في هذه الوضعية غير مستقلة. والوسائل التي تستعملها، توفرها الهيئة أو الوصايا المعنية وتسهر على متابعتها. وهكذا فمصطلح منشأة، نجدها غالبا لدى الاقتصاديين عند حديثهم عن المؤسسات العمومية، ولكنهم يعممون هذا الاستعمال إلى مختلف المؤسسات¹. بينما يعني مصطلح المنظمة، إطار هيكلي للعمل، مما يسمح بتجميع كل أشكال المؤسسات. وكل منظمة تتميز بتقسيم وتنسيق المهام والأنشطة، إضفاء الطابع الرسمي للقواعد وإجراءات التشغيل، التسلسل الإداري والرقابة والاستقرار النسبي². بذلك المنظمة مفهوم أوسع من المؤسسة، إذ يشمل أيضا الهيئات أو الإدارات العمومية التي لا تهدف إلى ربح.

2. دور المؤسسة الاقتصادية: يتركز دور المؤسسة على إنتاج وتوزيع العوائد. فمن خلال كونها وحدة إنتاج، تنتج المؤسسة لتلبية احتياجات المستهلكين. وللقيام بهذه الوظيفة تمتلك مصانع، وكالات تجارية، مخابر. عندما تنتج بهدف تجاري، نقول إن إنتاجها سلعي، أي أن إنتاجها موجه للبيع. فالإنتاج هو وسيلة تسمح للمؤسسة بتحقيق أهدافها وأهمها هو الربح. أما من خلال كونها وحدة تخصيص أو توزيع للعوائد، تضيف المؤسسة قيمة بإنتاجها، وبيع هذا الإنتاج، تحقق القيمة المضافة التي خلقتها. جزء كبير من هذه القيمة المضافة، ستوزعه المؤسسة لأعوان اقتصاديين ويمثل بالنسبة لهم عوائد، تتمثل فيما يلي:³

- الضرائب مدفوعة للدولة والجماعات المحلية؛

- اشتراكات مدفوعة للتأمينات الاجتماعية، ونظام التأمين على البطالة؛

- أجور مدفوعة للعمال؛

- فوائد مدفوعة للدائنين، خاصة البنوك؛

¹ ناصر دادي عدون، المؤسسة الاقتصادية. موقعها في الاقتصاد، وظائفها وتسييرها، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة، ص-ص: 16-17

² Jean Luc Charron et Sabine Sépari, op.cit , p :03

³ Farid .Makhloof, L'entreprise :organisation et gestion , pages bleues ,Algerie,2006 ,p :10

جزء من الربح يوزع لملك المؤسسة كحصة أرباح.

وفي الأخير، لن يبقى للمؤسسة من القيمة المضافة، غير:

- الاهتلاكات والمؤونات لتعويض التجهيزات المستعملة؛

- تشكل المؤسسة من الربح المتبقي احتياطات، ممكن توجيهها لتمويل الاستثمارات الجديدة، أي قد تمثل التمويل الذاتي لها.

3. الأهداف الرئيسية لنشاط المؤسسة الاقتصادية: تسعى المؤسسات الاقتصادية من خلال نشاطها، إلى تحقيق عدة أهداف، تختلف وتعدد حسب اختلاف أصحاب المؤسسات وطبيعة وميدان نشاطها، ولهذا تتداخل وتتشابك أهداف المؤسسة، نلخصها في التالي:

1.3. الأهداف الاقتصادية: يمكن جمع عدد من الأهداف، التي تدخل ضمن هذا النوع، كما يلي:¹

- تحقيق الربح: استمرار المؤسسة في الوجود، لا يمكن أن يتم إلا اذا استطاعت أن تحقق مستوى أدنى من الربح يضمن لها امكانية رفع رأسمالها، وبالتالي توسيع نشاطها للصمود أمام المؤسسات الأخرى، في نفس الفرع أو القطاع الاقتصادي، خاصة إذا كانت في طور النمو. أو للحفاظ على مستوى معين من نشاطها، نظرا لأن وسائل الانتاج تتزايد غالبا أسعارها، باستمرار للتطور التكنولوجي؛

- تحقيق متطلبات المجتمع: تحقيق المؤسسة لنتائجها، يمر عبر عملية تصريف أو بيع إنتاجها المادي أو المعنوي وتغطية تكاليفها. وعند القيام بعملية البيع، تغطي طلبات المجتمع الموجودة به، سواء على المستوى المحلي الوطني، أو الجهوي والدولي. ويمكن القول أن المؤسسة الاقتصادية تحقق هدفين في نفس الوقت؛ تغطية طلب المجتمع وتحقيق الأرباح؛

- عقلنة الانتاج: يمكن القول أن المؤسسة في بداية وجودها كان لتنظيم عملية الانتاج كظاهرة انسانية بالمجتمع الصناعي، وليتم ذلك بالاستعمال الرشيد لعوامل الانتاج، ورفع انتاجيتها، بواسطة

¹ ناصر دادي عدون، المؤسسة الاقتصادية: موقعها في الاقتصاد، وظائفها وتسييرها، مرجع سابق، ص- ص: 25-27

التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع، بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط أو البرامج. وبذلك فإن المؤسسة تسعى إلى تلافي الوقوع في المشاكل الاقتصادية والمالية لأصحابها من جهة، وللمجتمع من جهة أخرى؛

2.3. الأهداف الاجتماعية: تتمثل فيما يلي:¹

- **ضمان مستوى مقبول من الأجور:** يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستفيدين الأوائل من نشاطها، حيث يتقاضون أجورا مقابل عملهم بها، وهي الأجور المرتبطة بقوانين اقتصادية. ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا، عرفا وشرعا وقانونا مع التطور الذي شهدته القوانين والمنظمات النقابية، منذ نهاية القرن العشرين ابتداء من أوروبا وغيرها. إلا أن مستوى وحجم هذه الأجور تتراوح بين الانخفاض والارتفاع حسب طبيعة المؤسسات، وطبيعة النظام الاقتصادي، ومستوى المعيشة في المجتمع، وحركة سوق العمل وغيرها من العوامل المعقدة، وغالبا ما تحدد قوانين من طرف الدولة تضمن للعامل مستوى من الأجر يسمح له بتلبية حاجاته، والحفاظ على بقائه، وهذا ما يسمى بالأجر الأدنى المضمون؛

- **تحسين مستوى معيشة العمال:** التطور السريع الذي تشهده المجتمعات في الميدان التكنولوجي، يجعل العمال أكثر حاجة إلى تلبية رغبات تتزايد باستمرار بظهور منتوجات جديدة. بالإضافة إلى التطور الحضاري لهم ولتغير أذواقهم وتحسينها، هذا ما يدعو الى تحسين وعقلنة الاستهلاك، الذي يكون بتنوع وتحسين الانتاج، وتوفير امكانيات مالية ومادية أكثر فأكثر للعامل من جهة، وللمؤسسة من جهة أخرى؛

- **إقامة أنماط استهلاكية معينة:** تقوم المؤسسات الاقتصادية عادة بالتصرف في العادات الاستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتوجات جديدة، بواسطة التأثير في أذواقهم عن طريق الاشهار والدعاية، سواء لمنتجات قديمة أو لمنتجات جديدة غير موجودة من السابق. وهذا ما يجعل

¹ ناصر دادي عدون، المؤسسة الاقتصادية: موقعها في الاقتصاد، وظائفها وتسييرها، مرجع سابق، ص-ص: 25-29

المجتمع يكتسب عادات استهلاكية قد تكون في غير صالحه أحيانا، إلا أنه غالبا ما تكون في صالح المؤسسات؛

- **الدعوة الى تنظيم وتماسك العمال:** تتوفر داخل المؤسسة علاقات مهنية واجتماعية بين أشخاص قد تختلف مستوياتهم العلمية، وانتماءاتهم الاجتماعية والسياسية، إلا أن دعوتهم إلى التماسك والتفاهم هو الوسيلة الوحيدة لضمان الحركة المستمرة للمؤسسة وتحقيق أهدافها. ونجد عادة في المؤسسة وسائل وأجهزة مختصة تقوم بذلك مثل مجلس العمال بالإضافة الى العلاقات غير الرسمية بين هؤلاء، هذا بالإضافة الى السياسات أو الاستراتيجيات العامة للمؤسسة التي تجد مصدرها من ثقافة المؤسسة ورصيد المعرفي، من خلال التقنيات والوسائل الحديثة للتسيير؛

- **توفير تأمينات ومرافق للعمال:** تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي، والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد. كما أنها تخصص مساكن سواء الوظيفية منها أو العادية لعمالها، أو المحتاجين منهم. بالإضافة الى المرافق العامة مثل تعاونيات الاستهلاك، والمطاعم....

ثانيا. تصنيفات المؤسسات الاقتصادية: تتخذ المؤسسات الاقتصادية أشكالا مختلفة تبعا لتصنيفاتها، حيث يتم التصنيف وفق عدة معايير أهمها:¹

1. **التصنيف حسب الملكية:** تنقسم المؤسسات حسب هذا المعيار الى:

- **المؤسسات الخاصة:** تعود ملكيتها لشخص أو مجموعة من الأشخاص تكون في مجموعها ما يسمى بالقطاع الخاص؛

- **المؤسسات العمومية:** يعود رأس مالها للدولة أو الجماعات المحلية وهي تكون ما يسمى بالقطاع العام. والدولة أو ما ينوب عنها من جماعات محلية، هي التي تتكفل بتوفير الأموال اللازمة لنشاط هذه المؤسسة، وتشرف على تسيير وتحديد استراتيجيتها وأهدافها، كما تتحمل أعباءها وديونها؛

- **المؤسسات المختلطة:** يتكون هذا النوع من مؤسسات تكون الملكية فيها مختلطة بين كل من القطاع العام ممثلا في الدولة أو الجماعات المحلية من جهة، وبعض الأشخاص الخواص من جهة

1 أحمد بورس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص-ص:14-15

أخرى. أما طريقة الانشاء فهي تختلف حسب الحالات حيث ممكن أن نجد مساهمة الدولة إلى جانب الخواص في إنشاء شركة مختلطة، أو أن الدولة تقوم بشراء جزء من أسهم المؤسسة الخاصة أو عندما تتنازل الدولة عن جزء من رأس مالها للخواص.

2. **التصنيف حسب النشاط الاقتصادي:** تكون مجموع المؤسسات التي لها نفس النشاط الرئيسي، حيث نجد ثلاثة أنواع رئيسية من القطاعات الاقتصادية تستخدم على المستوى الكلي:

- **القطاع الأولي:** يشتمل على جميع النشاطات التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة، كالأنشطة الزراعية والصيد البحري، إنتاج المواد الأولية الزراعية؛

- **القطاع الثانوي:** يضم الأنشطة المتعلقة بعملية التحويل والتصنيع، البناء والأشغال العمومية، المحروقات؛

- **القطاع الثالث:** يضم كل المؤسسات الخدمائية كالبنوك، شركات التأمين، النقل، التوزيع؛

3. **التصنيف حسب الحجم:** تسمح مؤشرات الحجم بالتمييز بين المؤسسات الصغيرة جدا أو المصغرة، الصغيرة، المتوسطة والكبيرة. لهذا التصنيف استعمال واسع بين الهيئات والمراكز الإحصائية، حيث تتم التفرقة بين كل نوع بالاعتماد على عدة معايير منها كمية وأخرى نوعية تختلف من بلد لآخر.

1.3. **المعايير الكمية:** تشمل عدة أنواع، أكثر المعايير الكمية استخداما:

- **رقم الأعمال السنوي** يقيّم الإنتاج المباع في السوق، ولا يشير إلى أداء المؤسسة. فرقم الأعمال العالي لا يستثني الخسائر.¹ ويعتبر هذا المعيار أكثر ملائمة لمؤسسات الخدمية والتجارية منها لمؤسسات الصناعية.²

¹ Farid .Makhloof, op.cit,p :18

² هالة محمد لبيب عنبة، إدارة المشروعات الصغيرة في الوطن العربي: دليل عملي لكيفية البدء بمشروع صغير وإدارته في ظل التحديات المعاصرة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2002، ص: 17.

- **عدد العمال:** معيار عدد العمالة يعتبر الأفضل نسبياً، لتسهيل عملية المقارنة بين القطاعات والدول، لكن من عيوبه أنه لا يأخذ في الاعتبار التفاوت التكنولوجي المستخدم في الإنتاج، وبالتالي لا يصلح هذا المعيار منفرداً في الحكم على كون المؤسسة صغيرة أو كبيرة.

- **معيار رأس المال:** يعطي صورة عن حجم النشاط لكن لا بد من تحديد المقصود برأس المال، فرأس المال الثابت، يعبر عن قيمة المباني والآلات والأدوات وغيرها، والتي تعكس حجم الطاقة الإنتاجية للمؤسسة. أما رأس المال العامل فهو يمثل المورد المتغير للمؤسسة الذي تموّّل به أصولها المتداولة من مخزون سلعي.¹

- **معيار العمالة ورأس المال:** فهو يمزج بين كل من رأس المال ومعيار العمل، ويدعى أيضاً بمعامل رأس المال للعمل، ويمثل حجم رأس المال المستخدم بالنسبة لوحدة العمل. يحسب بقسمة رأس المال الثابت على عدد العمال والنتاج يعني كمية الإضافة إلى رأس المال المطلوبة، لتوظيف عامل واحد في المؤسسة.²

2.3. **المعايير النوعية:** تعتمد المعايير النوعية على إبراز خصائص مميزة لهذه المؤسسات، ومن هذه المعايير:³

- **المعيار القانوني:** طبقاً للشكل القانوني يتحدد حجم رأس المال المستثمر وطرق تمويله. فشرركات الأموال غالباً ما تكون أكبر حجماً من شركات الأشخاص؛

- **معيار التنظيم:** طبقاً لهذا المعيار، المؤسسة الصغيرة تتصف بخاصية أو أكثر من الخصائص التالية: الجمع بين الملكية والإدارة؛ صغر عدد الملاك؛ صغر حجم الطاقة الإنتاجية؛ ضيق نطاق الإنتاج؛ الميل إلى تخصص في إنتاج أو تقديم سلعة وخدمة واحدة؛ التركيز على السوق المحلي؛ الاعتماد على مصادر التمويل المحلي أي الذاتي.

¹ محمد محروس اسماعيل، اقتصاديات الصناعة والتصنيع: مع الاهتمام بدراسات الجدوى الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1997، ص-ص: 216-217.

² نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2007، ص: 32.

³ عبد السلام أبو قحف، مقدمة في الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، مصر، ط3، 2009، ص-ص: 193-194.

- المعيار التقني: طبقا لهذا المعيار تتصف المؤسسات الصغيرة باعتمادها على أساليب تقنية بسيطة، سواء في الإنتاج أو التسويق أو الإدارة، أي أنها مؤسسات لا تتصف بكثافة استخدام التكنولوجيا ورأس المال، فهي تعتمد على استخدام العمالة بكثافة.

4.التصنيف حسب الشكل القانوني: يعرف الشكل القانوني للمؤسسة بأنه الهوية الرسمية والقانونية، التي يمنحها المشرع للمؤسسة عند تكوينها، من خلال منح الاعتمادات والرخص ووضع القوانين، التي تحدد الحقوق والواجبات لهذه المؤسسة، والتي تنظم العلاقات مع كافة الأطراف التي تتعامل معها، وبالتالي تحكم سير المؤسسة. وفقا لمعيار الشكل القانوني يمكن التمييز بين المؤسسات الفردية والشركات:

1.4. المؤسسة الفردية: تعرف بأنها كل مشروع اقتصادي يملكه شخص واحد ويكون مسؤولا مسؤولية غير محدودة عن كل التزاماته، بذلك يتحمل كامل الأخطار التي يتعرض لها هذا المشروع. في المقابل يتحصل على جميع العوائد التي يحققها هذا المشروع. كما يلاحظ عدم وجود قيود على رأسمالها التأسيسي، وهي تكتسب الأهلية التجارية من أهلية مالكيها فتصنف ويشهر إفلاسها بإفلاس المالك.

تتمثل مواطن القوة في المؤسسة الفردية في كون مالك المؤسسة الفردية يحصل على كل الأرباح ويتحمل كل الخسائر، ولا تحتاج لنفقات تنظيمية كبيرة، وتدفع الضريبة على أساس الدخل الشخصي لمالك المؤسسة، وتتمتع بالاستقلالية والسرية وسهولة تصنيفيتها. أما مواطن الضعف؛ فتتضمن بأن مسؤولية مالك المؤسسة الفردية هي مسؤولية غير محدودة، وصعوبة الحصول على الأموال وبالتالي الحد من نمو المؤسسة في المستقبل، والقيام بجميع نشاطات ووظائف المؤسسة من طرف مالكيها، ويفتقر هذا النوع إلى الاستمرارية عندما يموت مالك المؤسسة.¹

2.4. الشركات: يتم تكوينها بين مجموعة من الأشخاص، يساهم كل منهم في رأسمال هذه الشركة حسب قدرته، ورغبته واتفاق الشركاء الباقين. ومساهمات هؤلاء الشركاء لا يشترط فيها أن تكون

¹ سالم صلال الحسيناوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، 2014، ص-ص: 20-21.

متساوية أو من نوع واحد، فقد يساهم شريك ما بحصة نقدية والآخر بعقارات وثالث بجهد عضلي وفكري، ورابع بأصول معنوية. بصورة عامة يمكن تقسيم الشركات إلى نوعين رئيسيين؛ شركات الأشخاص وشركات الأموال:

1.2.3. شركات الأشخاص: هي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، بمعنى أنها تعتمد على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم، وليس على ما يقدمه كل منهم من مساهمات. ويكون الخطر المتعلق بتوظيف الأموال فيها غير محدود، وهي تأخذ الأشكال التالية:¹

- **شركات التضامن:** تتكون من شركاء يكونون مسؤولين شخصياً وبالتضامن، عن كل الالتزامات الناشئة عن هذا التعاقد، ولا تتحدد مسؤولية الشريك بقدر حصته في الشركة وإنما تتجاوزها إلى أمواله الخاصة. كما أن الشركاء في هذا النوع من الشركات يكتسبون صفة التاجر.

- **شركات التوصية البسيطة:** يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء، شركاء متضامنون يكونون مسؤولين مسؤولية تضامنية في كل أموالهم عن كل ديون الشركة، وشركاء موصون لا يسألون إلا بمقدار الحصة التي قدموها في رأس مال الشركة أو التي تعهدوا بتقديمها. يساهم الشركاء الموصون بنسب معينة في رأس مال الشركة ولا يتدخلون في الإدارة، غير أنه يحق لهم بموافقة الشركاء الآخرين، الاطلاع على حسابات الشركة، وتكون حصتهم في الأرباح حسب قيمة رأسمالها، أما عند حدوث الخسائر أو إفلاس الشركة فإن مسؤوليتهم المالية تنحصر بمقدار حصتهم في رأس المال فقط.

- **شركات المحاصة:** وهي الشركة الخفية التي تستتر على الغير، فهي تقوم على الاعتبار الشخصي بين مجموعة من الأشخاص وتخضع للشروط التي يتفقون عليها، ولكن لاوجود لها بالنسبة للغير لأنها لا تخضع إلى إجراءات تحرير العقد وإشهاره.

تتمثل مواطن القوة في شركات الأشخاص، في إمكانية الحصول على الأموال أكثر من المؤسسات الفردية، والقدرة على الاقتراض تزداد بسبب زيادة عدد المالكين، وتتوفر مهارات إدارية

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص-ص: 16-17.

وتنظيمية بشكل أكبر، ويتم دفع الضريبة على أساسا الدخول الشخصية للشركاء؛ بينما تكمن مواطن الضعف، في المسؤولية غير المحدودة للشركاء، وحل الشركة في حال وفاة أحد الشركاء، وصعوبة تسجيل الشركة أو نقل الملكية فيها.

2.2.3. شركات الأموال: يقوم هذا النوع من الشركات على الاعتبار المالي. ينقسم رأسمالها إلى أسهم قابلة للتداول، ويستطيع الحصول عليها كل من لديه القدرة على دفع قيمتها. الميزة الأساسية لهذا النوع من الشركات هي توزيع المخاطر بين عدد كبير من المساهمين، حيث تقتصر مسؤولية كل واحد من المستثمرين، بالنسبة لالتزامات الشركة اتجاه الغير على مقدار مساهمته في رأس المال. وهي تضم الأنواع الأربعة التالية:¹

- شركات المساهمة: هي أكثر الشركات انتشارا، ويقسم رأسمال شركات المساهمة إلى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، وتكون مسؤولية الشركاء فيها محددة بمقدار أسهمهم؛
- شركات التوصية بالأسهم: وهنا أيضا نوعين من الشركاء، النوع الأول شركاء متضامنون كل شريك منهم مسؤول في جميع أمواله عن كل ديون الشركة، أما النوع الثاني فهم شركاء موصون أو مساهمين لا يسألون عن ديون الشركة، إلا بقدر أسهمهم؛
- الشركات ذات المسؤولية المحدودة: تتكون من شريكين أو أكثر مسؤولين عن ديون الشركة، بقدر حصصهم في رأس المال، وهذا النوع من الشركات يحتل مركز وسط بين شركات الأشخاص وشركات الأموال.

أهم مواطن القوة في شركات الأموال هو أن المالكين يتمتعون بمسؤولية محدودة، كما أن فرصتها كبيرة في الحصول على الأموال التي تحتاجها للتوسع في المستقبل، وتنقل الملكية عن طريق بيع الأسهم في السوق المالي، ويمكن توظيف مدراء محترفين، إضافة إلى استفادتها من المميزات الضريبية. أما أهم مواطن الضعف فتتضمن نفقات تنظيمية كبيرة جدا، ومعرفة بشكل أكبر للقوانين، وتنقص

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص-ص: 17-18.

فيها درجة السرية، ويتم دفع ضرائب على كل من دخل الشركة، وعلى توزيعات الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين.¹

خلاصة المحور الأول:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية تجمع للموارد المالية والبشرية والمادية، تتفاعل فيما بينها. يتركز دورها على إنتاج وتوزيع العوائد، والغاية من وجودها هي تحقيق أهداف محددة، من أهمها أهداف اقتصادية وأهداف اجتماعية. تتخذ المؤسسات الاقتصادية أشكالاً مختلفة تبعاً لتصنيفاتها، حيث يتم التصنيف وفق عدة معايير، فوفق معيار الملكية، تصنف إلى مؤسسات خاصة، عمومية، ومختلطة. ووفق معيار النشاط الاقتصادي، نجد مؤسسات القطاع الأول، القطاع الثاني والقطاع الثالث. ومن حيث الحجم، تصنف إلى مؤسسات صغيرة، متوسطة وكبيرة الحجم، بينما حسب الشكل القانوني؛ تصنف إلى مؤسسات فردية وشركات، التي بدورها تصنف إلى شركات أشخاص، تضم شركات التضامن، التوصية البسيطة والمحاصة. وشركات أموال، تضم شركات المساهمة، التوصية البسيطة وشركات المسؤولية المحدودة.

حتى تضمن المؤسسة الاقتصادية باختلاف تصنيفاتها، تحقيق أهدافها وبقائها واستمراريتها يقتضي ذلك لجوئها إلى السوق لتلبية احتياجاتها من الموارد المختلفة سواء سوق العمل، سوق السلع وسوق الخدمات والسوق المالية، فهي في علاقة دائمة ومستمرة مع هذه السوق، بتدفقات نقدية وحقيقية، قد تكون داخلية أو خارجة منها، وفي هذا السياق سنتناول بالدراسة التفصيلية السوق المالية في المحور الموالي مباشرة.

¹ سالم صلال الحسيناوي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص: 22.

أسئلة المحور الأول:

- ماهي المؤسسة الاقتصادية ؟ وما هو دورها ؟
- ماهي الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للمؤسسة ؟
- كيف تصنف المؤسسات من حيث معيار الشكل القانوني؟
- عرف شركات الأموال ؟ مبرزا مواطن القوة فيها
- ماهي أنواع شركات الأموال؟

المحور الثاني

مفهوم الأسواق المالية

تعد السوق المالية أحد المكونات الأساسية للنظام المالي، الذي يتكفل بتوفير الاحتياجات المالية، لمختلف المتعاملين الاقتصاديين، سواء أفراد، مؤسسات أو حكومات، من خلال تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، إما بطريقة مباشرة عن طريق الأسواق المالية أو بطريقة غير مباشرة من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة. حيث تؤدي الأسواق المالية، دورا هاما في تسهيل تدفق الأموال من أجل تمويل الاستثمارات. وعليه سنتطرق من خلال هذا المحور إلى عرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأسواق المالية.

أولا. تعريف الأسواق المالية وتطورها: تتميز الأسواق المالية عن غيرها من الأسواق بطبيعة السلعة المتداولة فيها، حيث جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق، ومرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل، نتناول هذه النقاط، في ما يلي:

1. **تعريف السوق المالية:** السوق مفهوم معنوي يتلقى فيه عارضوا عوامل الانتاج المختلفة، وكذا المنتجون من جهة، مع طالبي مختلف العوامل والمنتجات من جهة.¹ تتعدد أنواع الأسواق إذ يستخدم في تصنيفها معايير مختلفة، منها من حيث توحيد السعر وفيه تقسم الأسواق إلى سوق كاملة وسوق غير كاملة. كما يمكن تصنيف السوق وفق معيار درجة المنافسة حيث نميز بين سوق المنافسة الكاملة، سوق الاحتكار التام وسوق المنافسة الاحتكارية، بالإضافة إلى سوق احتكار القلة. وتصنف الأسواق من حيث طبيعة السلعة إلى أربعة أنواع، تتمثل في سوق السلع، وسوق الخدمات وسوق العمل وسوق المال.²

قد يقصد بمصطلح السوق المالية، سوق مالية بمفهومه العام أي يتم تبادل فيها الأموال والأصول المالية الأخرى أو قد يستعمل المصطلح للإشارة إلى سوق يتم تبادل الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها، وقد تعددت التعاريف التي تناولت الأسواق المالية بصفة عامة، ومنها:

¹ ناصر دادى عدون، المؤسسة الاقتصادية. موقعها في الاقتصاد، وظائفها وتسييرها، مرجع سابق، ص:131.

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوال ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص-ص:

- السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والاداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محليا أو دوليا.¹

- السوق المالية هي سوق تتم في اطارها التنظيمي تداول الأصول المالية أو أدوات الائتمان من خلال عمليات متنوعة تختلف في آجالها. فالمهمة الرئيسية للأسواق المالية هي نقل المال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي. ففي هذه الأسواق يتم تداول وتبادل السهم والسندات، والعملات وأدوات الدين والنقود وبعض السلع والمواد الأساسية كالذهب والنفط. يتبن مما سبق بأن السوق المالي يشمل البنوك وأسواق الأوراق المالية وبورصات السلع الأساسية.²

2. التطور التاريخي للأسواق المالية: تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث، التي تقوم على فكرة تقسيم العمل. وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق، ويعتمد كبر حجم السوق على حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية. وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية، مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصصة للأوراق المالية وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية ، وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق. وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجود عليه حاليا بعدة مراحل، يمكن تلخيصها بالآتي:³

- المرحلة الأولى: تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة واقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية

¹ هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 58.

² سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، الرابة، الأردن، 2013، ص:16.

³ حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص-ص:12-16.

وعقارية...، مما أدى ذلك إلى اتساع المعاملات التجارية ومما أدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة أصبح الفرد يعجز عن تمويلها وأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة؛

- **المرحلة الثانية:** تتميز هذه المرحلة بداية ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد ان كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى . أما في المرحلة الثانية فقد اخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا لقواعد وأوامر البنك المركزي لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها؛

- **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات. وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزانة؛

- **المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الوراق التجارية وشهادات الايداع القابلة للتداول وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي؛

- **المرحلة الخامسة:** اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

ثانيا. وظائف الأسواق المالية: تعد السوق المالية أحد المكونات الأساسية للنظام المالي، وهو أحد المكونات الأساسية لاقتصاديات أي دولة، فهو يزود المجتمع بخدمات أساسية بدونها لا يستطيع الاقتصاد في الوقت الحاضر أن يعمل، حسب المقاربة الهيكلية، يتكون النظام المالي من ثلاثة مكونات رئيسية ، وهي:

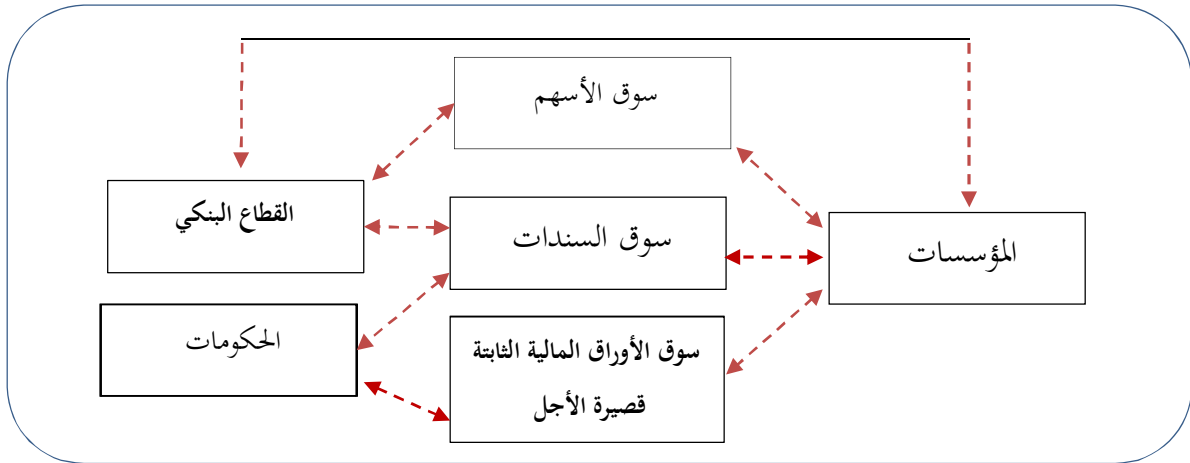
- الأسواق المالية؛

- الوسطاء الماليون ويتمثل في المؤسسات المالية؛

- المنظمون الماليون.

كل مكون من هذه المكونات الثلاثة يؤدي دورا خاصا في الاقتصاد. فحسب المقاربة الوظيفية، تسهل الأسواق المالية تدفق الأموال من أجل تمويل استثمارات المؤسسات، الحكومات والأفراد. وتؤدي المؤسسات المالية دورا أساسيا في الأسواق المالية أثناء قيامها بوظيفة الوساطة، وبالتالي تحديد تدفق الأموال. ويقوم المنظمون الماليون بأداء دور مراقبة وتنظيم المشاركين في النظام المالية¹ يتكفل النظام المالي بتوفير الاحتياجات المالية لمختلف المتعاملين الاقتصاديين من خلال تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي إما بطريقة مباشرة عن طريق الأسواق المالية أو بطريقة غير مباشرة من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة. حسب ما يوضحه الشكل التالي.

الشكل رقم (2-1): هيكل النظام المالي



Source : Valdone Darskuviene, **Financial Markets**, education and culture DG Lifelong Learning Programme, 2010,p:6

¹ Valdone Darskuviene, **Financial Markets**, education and culture DG Lifelong Learning Programme, 2010,p:6

تعمل الأسواق المالية على تسهيل تدفق الأموال من أجل تمويل استثمارات المؤسسات، الحكومات والأفراد. ومن تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في المجال الاقتصادي، نذكر يلي:¹

1. **تشجيع الادخار:** تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم الى استثمارات، في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية، للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم؛
2. **المحافظة على الثروة وتنميتها:** الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق، وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية، حتى موعد الحاجة اليها في المستقبل، فيتم بيعها لا سيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل أنها على العكس تولد أرباحاً، وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يكتنيها؛
3. **تسهيل الحصول على السيولة:** الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية من الأسهم والسندات وما شابه، إلى نقد جاهز عند الحاجة اليه؛
4. **تسهيل الحصول على الائتمان:** والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة، للائتمان والحصول عليه، لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه؛
5. **تسهيل المدفوعات:** بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة من الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات، وما شابه والتعامل معها والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة، عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة؛
6. **المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار:** يتم تخفيض مخاطر الاستثمار، بأحد الأساليب التالية:

¹ زياد رمضان ومروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية لمحددة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص-ص: 9-11.

- التأمين: ضد نتائج بعض المخاطر اذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات...، وخاصة في مجالات الاستثمار الحقيقي؛

- التنوع: أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار، أي لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد، أو شركة واحد، وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنوع؛

- التحوط: أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية، أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة، الدولار مثلا أو الأسهم أو سلعة معينة، بتاريخ معين وبسعر متفق عليه من الآن، وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل؛

7. المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: ذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة و المقصود بها، أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم، فإنه يلجأ إلى أساليب منها، أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين لأيدي الجمهور والبنوك، فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية كسندات وأذونات خزينة، وبييعها بأسعار تعود على المشتري بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود يضح في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق مالية أخرى.

الوظيفة الأساسية للأسواق المالية هي تسهيل التخصيص الفعال، للموارد في الزمان والمكان في آن واحد. وفي المستوى الأكثر عمومية، يضمن السوق المالي ستة وظائف مهمة، وهي أنه يسمح بتحويل الموارد الاقتصادية في الزمان والمكان؛ تجميع الموارد؛ توزيع وإدارة المخاطر؛ تسجيل الاستثمارات؛ تحويل المعلومات من خلال الأسعار؛ مراقبة وانضباط فريق الإدارة.¹

ثالثا. أنواع الأسواق المالية: تصنف الأسواق المالية حسب أسس ومعايير مختلفة، رغم ذلك تبقى متداخلة ومن الصعب الفصل بين أنواعها، نوضح في ما يلي أهم الأنواع حسب مجموعة من المعايير:

¹ Bertrand Jacquillat et autres, **Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques**, 6^e édition, Dunod, France, 2014, p-p :8-14.

1. من حيث نقل الملكية: يمكن تمييز الأسواق المالية من حيث المساهمة المباشرة في الاستثمار أو في التداول إلى الأسواق المالية الأولية والأسواق المالية الثانوية.

1.1. الأسواق المالية الأولية: يتم بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات في السوق الأولية، حيث تطرح الحكومة السندات وأذون الخزانة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال السندات والأسهم للحصول على احتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها الاستثمارية¹. والإصدار قد يشمل الإصدار الجديد والمتعلق بشركات تحت التأسيس، والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة، الإصدار الجديد يمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة.

تعد السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها. يعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية. بينما في الدول التي تتسم بصغر حجم سوق الأوراق المالية، قد تتولى البنوك التجارية مهمة الترويج للإصدار.

2.1. الأسواق المالية الثانوية: هي الأسواق المالية المحلية والدولية، التي يجري فيها تداول الأدوات المالية ويتحقق فيها نقل ملكية هذه الأدوات من شخص إلى آخر. تولد هذه الأسواق تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية، والتي من أهمها²:

- تجعل من الأسهم والسندات أكثر سيولة، فتخدم الأسواق الأولية في خلق السيولة الضرورية للاستثمارات الجديدة. وذلك حيث تزيد رغبة المشتري عند الإصدار في الأسواق الأولية؛

- المشتريين للأدوات المالية في الأسواق الأولية، لا يدفعون عادة أسعاراً أعلى من الأسعار السائدة في الأسواق الثانوية، فيتزايد رؤوس أموال المؤسسات المصدرة من خلال الوضع الملائم في الأسواق

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 22.

² هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص - ص: 62-63.

الثانوية، وذلك لأن الظروف السائدة في الأسواق الأخيرة، تعكس قدرات المؤسسات المعنية على إصدار الأدوات في الأسواق الأولية. من دوافع المستثمرين للتعامل في السوق الثانوية:¹

- دافع السيولة: يرتبط تعامل المستثمرين الذين تكون دوافعهم السيولة في السوق الثانوية، بمركزهم القائم بخصوص ما لديهم من سيولة، سواء في حالة الفائض أو العجز. فالمستثمرون الذين لديهم فوائض من السيولة سيقروون شراء المزيد من الأوراق المالية، أما الذين يتعرضون لعجز مالي فسيميلون إلى بيع بعض ما يحتاجونه من الأوراق المالية، للحصول على احتياجاتهم من السيولة؛

- دوافع المعلومات: أما المستثمرون المدفوعون بدوافع المعلومات، فيؤمنون أن ما لديهم من معلومات دقيقة ومستقصية، بشكل مدروس حول بعض الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وأن لديهم معلومات أكثر من غيرهم، وتقودهم هذه المعلومات إلى الاعتقاد، بأن أسعار الأوراق المالية في السوق، ليست ملائمة للاحتفاظ بها، فيتخذون بناء على ذلك قرارا ببيع جزء منها أو كلها، وفق نوعية المعلومات التي حصلوا عليها، وقد يحصلون على معلومات أخرى ذات النوع الجيد للاستثمارات المالية، وهذا يعني أن الأسعار الحالية للأوراق المالية في السوق أقل مما تستحق، وسوف يقررون على إثرها شراء المزيد منها، أملا في زيادة الأرباح المستقبلية المتوقعة لهم بناء على المعلومات.

- تتخذ السوق الثانوية شكلين هما؛ السوق المنظمة والسوق غير المنظمة. فالسوق المنظمة، أو ما يعرف بالبورصة، تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

أما السوق غير المنظمة أي غير الرسمية، فهي كذلك سوق للتداول، إلا أن المعاملات التي تجري تكون خارج السوق المنظمة، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل. تختص بيوت السمسة بالتعامل في هذه السوق من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات كالهاتف والانترنت، ومن خلال هذه

¹ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 89-90.

الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار، كما أن تحديد الورقة المالية يتم بالتفاوض.¹ من مميزات الأسواق المنظمة:²

- تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية؛

- تتعامل في الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة السوق المالية؛

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.

أما مميزات الأسواق غير المنظمة، فتتمثل فيما يلي:

- تتعامل في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة؛

- معاملاتها تجري خارج السوق المالي؛

- التعامل فيها في أوقات العمل الرسمية للسوق المالي.

السوق الأولي والسوق الثانوي مكملان لبعضهما ولا يمكن الفصل بينهما، لأن المدخرون سيرفضون الاستثمار على المدى البعيد إذا لم يتح لهم في كل وقت وسيلة فعالة لتسييل أصولهم وإعادة تشكيل محافظهم حسب السياق الاقتصادي والمالي. وبالمقابل، يسمح السوق الثانوي بالنمو الخارجي للمؤسسات بجائزة الأسهم، ليصبحوا مساهمين في مؤسسات أخرى أو الاندماج.³

2. من حيث الاعتبار الزمني: يمكن اعتماد الزمن، من حيث فترة التعاقد والانجاز، كأساس لتمييز الأسواق المالية بين الأسواق الحالية والأسواق المالية المستقبلية:

1.2. الأسواق المالية الحالية: هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة، وتعقد فيها الصفقات عادة بشكل فوري.

2.2. الأسواق المالية المستقبلية: هي أسواق آجلة، يتم فيها عقد صفقات الشراء أو البيع للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، تعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية.

¹ عبد الحفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 295

² زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 85.

³ Marc Montoussé, et autres, 100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers, Bréal, France, 2012, p :30.

3. من حيث أنواع الأدوات: يمكن تصنيف الأسواق المالية من حيث أنواع الأدوات وفترات استثمارها إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

1.3. أسواق رأس المال: هي أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيسي بالأسهم العادية والممتازة والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح اقليمية... يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ اما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل اصدارات مالية طويلة الأجل. من المؤسسات التي تقوم على التعامل في سوق رأس المال: مؤسسات مصرفية منها؛ بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، بنوك الاستثمار والأعمال، ومؤسسات غير مصرفية؛ هيئات التأمين، صناديق الادخار والتأمين، شركات التأمين

2.3. الأسواق النقدية: هي أسواق تتعامل بالأدوات المالية قصيرة الأجل، التي لا تتجاوز فترات استثمارها غالبا سنة واحدة، وبالتالي فإن تسمية الأسواق المعنية بهذه الأدوات أسواق نقدية جاءت بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى السيولة. يتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه المعاملات. ومن أهم مؤسسات هذه السوق؛ البنك المركزي، البنوك التجارية، بيوت الصرافة. من أدوات الاستثمار في سوق النقد؛ أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الايداع المصرفية والقبولات المصرفية والقروض تحت الطلب.

3.3. أسواق الصرف الأجنبي: تشمل هذه الأسواق كافة المعاملات المتعلقة بتبادل العملات الدولية. وتتسم بالخصائص العامة للأسواق المالية، التي من أهمها عدم اشتراط مكان معين وانجاز نشاطاتها من خلال شبكات الاتصالات المنتشرة عبر المراكز المالية في كافة أنحاء العالم. تتسم أسواق الصرف الأجنبي بالتسليم الفوري وبسيولة التداول كالأسواق غير المنظمة. وتعتمد هذه الأسواق على عدد كبير من البنوك التجارية وزبائنها والوسطاء والمتاجرين المهتمين بتبادل العملات الدولية. ويوجد نوعان

من أسواق الصرف الأجنبي وهما: أسواق الجملة التي تتركز في الصفقات التي تتم بين البنوك التجارية والوسطاء، وأسواق التجزئة التي تهتم بالصفقات التي تجري بين البنوك التجارية وزبائنها.¹

4. من حيث الاعتبار المكاني: تنقسم إلى أسواق مالية محلية وأسواق مالية دولية؛ فالسوق المحلي تعمل داخل نطاق القطر المحدد، بخلاف السوق المالي التي تجري عملياتها داخل عدد من الدول، وبمختلف العملات وفي ظل قوانين وتشريعات تختلف من دولة إلى أخرى، غير أنها تسهم بحجم أكبر في تعبئة المدخرات الأجنبية. تتميز الأسواق المالية الدولية عن الأسواق المالية المحلية في أنها:²

- تدار المعاملات عبر الحدود الدولية لبلدان الأسواق المعنية، وهذا يتطلب تحمل مخاطر التقلبات، التي قد تحدث في أسعار صرف العملات، التي تخضع للمعاملات أو تجري بها؛
- تتحمل مخاطر السياسات، المتعلقة بالمنازعات والصراعات والحروب؛
- تتحمل مخاطر تشريعية وتكاليف إضافية، تتعلق باختلافات القوانين والأنظمة والتعليمات السارية في كل بلد بما في ذلك مشكلات الازدواج الضريبي.

¹ هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص:70.

² نفس المرجع، ص-ص:70-71.

خلاصة المحور الثاني:

تتميز الأسواق المالية عن غيرها من الأسواق بطبيعة السلعة المتداولة فيها، حيث جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والأداة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق. ولها دور أساسي في النظام المالي فهي تعمل على تسهيل تدفق الأموال من أجل تمويل استثمارات المؤسسات، الحكومات والأفراد.

تصنف الأسواق المالية حسب أسس ومعايير مختلفة، رغم ذلك تبقى متداخلة ومن الصعب الفصل بين أنواعها. فمن حيث نقل الملكية نجد أسواق أولية وأسواق ثانوية، يتم التعامل فيها إما بشكل تبادل منظم أي داخل الأسواق المنظمة، أو في الأسواق غير المنظمة، آخذين بعين الاعتبار القوانين والتشريعات التي تنظم ذلك في الدول، أما من حيث الزمن نميز بين أسواق حالية وأسواق مستقبلية، ومن حيث أنواع الأدوات وفترات استثمارها نجد أسواق رأس المال، النقد والصرف الأجنبي، بينما من حيث المكان تصنف إلى أسواق مالية محلية وأسواق مالية دولية.

أسئلة المحور الثاني:

عرف السوق المالي؟ وما هو موقعه في النظام المالي؟

- وضح مراحل التطور التاريخي للأسواق المالية؟

- أذكر وظائف الأسواق المالية.

- كيف تقسم الأسواق المالية، من حيث الاعتبار الزمني؟

- ماهي مميزات الأسواق المنظمة؟

المحور الثالث

طبيعة وأهمية وعناصر الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية المنظمة من ركائز التقدم الاقتصادي لأي دولة، فهي تؤدي دوراً أساسياً في حياة الأفراد، وفي جميع نواحي الحياة الاقتصادية، حيث تساعد على نقل المدخرات إلى من يحتاجها من مستثمرين سواء كانوا أفراداً، مؤسسات وحكومات. وعليه خصص هذا المحور للتعرف على طبيعة وأهمية وعناصر هذه الأسواق.

أولاً. طبيعة الأسواق المالية: يتميز سوق الأوراق المالية سوق عن غيره من الأسواق من حيث طبيعته وتنظيمه، فهو هيكلية تتدفق من خلالها الأموال، حيث يختص بتداول الأوراق المالية طويلة الأجل وفق قواعد محددة وتحتاج لمعرفة ومهارات متخصصة.

1. تعريف سوق الأوراق المالية: تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها المكان المخصص المنظم، أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات تداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقاً لضوابط ونظم محددة بالقانون. ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتنفيذ عمليات التداول من خلالها¹. كما أن أسواق الأوراق المالية هي المكان الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها من الأوراق وفقاً لقواعد خاصة بكل سوق و بكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة، حيث يقوم بتنشيط هذه الأسواق أفراد ومؤسسات وساطة مختصة مرخصة من قبل السلطات العمومية.²

وعرفت سوق الأوراق المالية بأنها الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة، بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه.³

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2017، ص: 19.

² جبار محفوظ، الأسواق المالية: ، ج2، دار هومة، الجزائر، 2017، ص-ص: 152-153.

³ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005، ص: 11.

2. نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية: قد ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم، بجانب انتشار شركات المساهمة خصوصاً في الدول التي تبني المنهج الرأسمالي، كما أن إقبال الحكومات على الاقتراض من خلال السندات وأذون الخزانة خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما أسهم بفاعلية في إنشاء بورصات الأوراق المالية، حيث كان التعامل في بادئ الأمر يتم في أي مكان حسب ما يتفق عليه، إلى أن أصبح يتم في مباني خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية أو البورصات.

3. خصائص سوق الأوراق المالية: تتميز الأسواق المالية المنظمة بالعديد الخصائص، من أهمها:

- تحديد المكان، ويقصد به الصالة المخصصة للتداول، وللمكان أهمية خاصة فمعظم القوانين والتشريعات تلزم بوجود المكان، لا مكانية تداول الأوراق المالية في صالة البورصة، وتعتبر أن أية صفقة تتم خارج المكان المخصص للبورصة رسمياً ومن غير إشرافها تعتبر لاغية وباطلة. كما أن إلزام التداول للمتعاملين في صالة البورصة، يضمن أن كل العروض والطلبات للأوراق المالية في لحظة ما ستكون ممثلة في السوق في أي عملية تداول. بالإضافة إلى أن حصر التداول في صالة البورصة المخصصة لذلك، يضمن تأمين سوق منظمة وعادلة في التعاملات المالية لأنها تحت إشراف هيئتها الرسمية الموكلة بذلك؛

- أوقات الدوام محددة وفق شروط وضوابط معروفة لجميع المتعاملين بها؛

- تجري عمليات البورصة لعمليات التداول للأوراق المالية المقبولة في البورصة وتستجيب لشروطها؛

- تشترط البورصة لعملية التداول وجود أشخاص محددين للقيام بذلك يطلق عليهم الوسطاء يخضعون لشروط وأنظمة البورصة عند قبولهم كأعضاء فيها لتحديد لهم شروط عملهم.¹

4. الشروط الملائمة لتكوين السوق المالي: يتطلب تكوين سوق مالي توفر عدد من الشروط

أهمها:²

¹ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص-ص: 91-92.

² رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص-ص: 13-15.

1.4. زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: ويرجع ذلك لوجود علاقة قوية بين القطاع المالي وبين تنمية المدخرات بهدف تشجيع عمليات الاستثمار، حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد، وتقوم هذه المؤسسات بالإقراض إلى الأفراد والمستثمرين، من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، تعتبر جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية. ومن هنا يتطلب على المؤسسات المالية ما يلي:

- تحسين ورفع مستوى الخدمات المصرفية؛
- رفع أسعار الفائدة كمحفز على الادخار؛
- زيادة عدد فروع المؤسسات المصرفية.

2.4. تحويل المدخرات إلى استثمارات: يعد السوق المالي بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية، التي تمثل حصصا من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروضا تتمثل في سندات. وهناك عدة طرق اتبعت لتحويل المدخرات إلى استثمارات منها:

- اقتطاعات إجبارية من الموظفين، وذلك باقتطاع نسبة من مرتبات الموظفين مقابل منحهم أسهم في شركات مساهمة؛
- إنشاء نوادي الاستثمار وهي جمعيات أشخاص يخصص كل عضو من أفرادها مبلغا من المال، وتقوم الجمعية باستثماره لحساب أعضائها في شراء أوراق مالية.

3.4. التنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدول: وذلك لتشجيع انتقال الأموال من دولة وأخرى. ومن أهم النظم والقوانين التي يتطلب تنسيقها، أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية، كاتفاقية تجنب الازدواج الضريبي واتفاقية التعاون لتحصيل الضرائب.

4.4. الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها: للمحافظة على مصلحة صغار المدخرين، لا بد من مراقبة البيانات الواردة في الإعلانات، حتى تكون لها صبغة جدية ويتطلب حذف البيانات غير الصحيحة.

5.4. وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي داخل الدولة: تعتبر من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية، وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما أنه عامل مهم لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وتوفير التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج، وتحويل رأسمال المستثمر الأجنبي عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

ثانيا. أهمية السوق المالية: تتضح أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال ما تقوم به من وظائف اقتصادية وتنظيمية ومالية هامة، تتمثل أساسا في ما يلي:

- توظيف الأموال، ولذلك سميت سوق المال، وهي الوظيفة الاستراتيجية للبورصة؛
- إيجاد سوق مستمرة للسلعة وهي الأوراق المالية في حالة بورصة الأوراق المالية؛
- منع وتلافي حدوث الغش والتدليس في المعاملات بوجود رقابة حكومية ومندوب للحكومة؛
- إيجاد المجال للمضاربة، من خلال التنبؤ بمجرى الأسعار وتقلباتها لتحقيق ربح من هذه التقلبات؛¹
- توفير مصادر التمويل بالاكتتابات الجديدة، وتمويل التوسعات للشركات الناجحة؛
- التحديد العادل لأسعار الأسهم والسندات، من خلال المزادات العلنية وقوى الطلب على العرض من الأسهم والسندات؛
- نشر الأسعار الجديدة بعد كل الصفقات اليومية ونشرها أولا بأول أسعار الافتتاح، أسعار التداول وأسعار الاقفال؛
- تسجيل الشركات صاحبة الأوراق المالية في البورصة؛
- تسجيل السماسرة المتخصصين في تداول الأوراق المالية، ومنه تنظيم مهن الوساطة في الأوراق المالية؛
- وضع قواعد تنظيم التداول في البورصة من أسماء الشركات، وأسعار الأسهم بالنسبة لكل من البيع والشراء؛

¹ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، مرجع سابق، ص: 49-50.

- تنظيم ساعات التداول؛¹
- بالإضافة إلى ما سبق، تحقق الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، مكاسب كبيرة بسبب ادراجها بالسوق، وينعكس ذلك على حملة أسهمها، ومن هذه المكاسب:²
- تحصل على قدر من الدعاية والترويج، بشكل مجاني بسبب متابعة اخبارها من الوسطاء والمهتمين بأسواق المال والصحافة ووسائل الاعلام الأخرى؛
- يعزز من سمعتها وهيبته وثقة المتعاملين معها، فالشركات المدرجة عادة ينظر اليها على أنها شركات كبيرة وأوراقها مكشوفة ولا يكتنفها السرية والغموض؛
- تشكل حافزا للشركة على الاندماج أو الاستحواذ؛
- سهولة الحصول على التمويل من المصادر المختلفة بسبب نشر بياناتها المالية ومعرفة مركزها المالي، كما تساعد على الحد من احتكار المؤسسات المصرفية لمصادر تمويل المشروعات؛
- انخفاض احتمالية زوال الشركة، بسبب الخلافات الادارية كما هو الحال في بعض الشركات العائلية، وذلك لتقيدها بأسس وقواعد الحوكمة والممارسات الادارية الجيدة؛
- تعزيز كفاءة الشركة اداريا ومهنيا وفنيا بسبب تبني قواعد الحوكمة والممارسات الجيدة ونظم المحاسبة الدولية؛
- تمثل حافزا للشركة على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها، ودفعها الى تحسين أدائها ومتابعة منافسيها وزيادة الطلب على منتجاتها وبالتالي زيادة ربحيتها.
- مما سبق يتضح أن الأسواق المالية المنظمة من الركائز الأساسية للتقدم الاقتصادي لأي دولة. حيث تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية ومن ثم زيادة

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998-1999، ص-ص:140-141.

² سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم : حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص-ص: 54-55.

فرص العمل وزيادة الدخل الوطني، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهة الاقتصادية. وحتى يتحقق ذلك لا بد من توفر مجموعة من العوامل الضرورية، التي تتمثل في ما يلي:¹

- **توافر المعلومات والبيانات:** أن يكون باستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة من بيع وشراء، في وقتها؛

- **توفر السيولة:** وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة وتدعى بصلاحية الأسهم للعرض في السوق. وبسعر محدد ومعروف، أي عدم حصول تغيير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية؛

- **العمق:** أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري؛

- **انخفاض تكلفة المعاملات:** كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة وتسمى الكفاءة الداخلية

كما أن وجود الأسواق المالية وتطورها وتوسعها، يتطلب مجموعة من المقومات الأساسية التي تساهم في نجاحها، وهذه المقومات هي:²

- وجود بيئة استثمارية ملائمة تتصف بالثقة بالنظام الاقتصادي والسياسي للدولة وكذلك بالتنظيم الذي ينعكس بكفاءة وفاعلية السياسات المالية والنقدية؛

- وجود فلسفة اقتصادية تتصف بالوضوح والشفافية والتطور والانفتاح والمبادرة الفردية؛

- وجود اطار تشريعي ورقابي وتنظيمي مرن وملائم لدى الهيئات الرقابية قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية ولاسيما التشريعات المتعلقة بالحوكمة؛

- تنوع الأدوات الاستثمارية لتلبية الخيارات المختلفة أما المدخرات ورغبات المستثمرين؛

- تنوع المؤسسات المالية وتعددتها وكفاءتها؛

- توافر الوعي الاستثماري والأساليب العلمية في تحليل المعلومات لدى المستثمرين

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 156.

² سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص: 45.

ثالثاً. عناصر السوق المالية: هناك مجموعة من العناصر يجب أن تجتمع معا حتى تنشأ السوق، وهي وجود سلعة أو خدمة أو أصول مالية أو إمكان وجودها؛ وجود راغبين في الحصول عليها أي مشتريين، ووجود راغبين في بيعها أي بائعين؛ ووجود وسطاء يسهلون عملية التبادل، ويشكلون همزة وصل بين المتعاملين في السوق؛ بالإضافة إلى وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل.¹ وعليه بالنسبة لعناصر سوق الأوراق المالية، فهي تتمثل في ما يلي:

1. الأوراق المالية المتداولة : تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، وهي متنوعة منها الأسهم والسندات و كذا المشتقات المالية.

تشير الورقة المالية إلى التمثيل القانوني لحامل الورقة تجاه المؤسسة المصدرة لهذه الورقة، والتي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول المؤسسة أو هما معا. فحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على جزء من أصولها وإن كان ذلك غير ممكن طالما أن المؤسسة مستمرة في العمل، كما أن حملة السندات مثلاً لهم الحق في الحصول على عائد يتمثل في الفوائد المقررة على السند، كما أن لهم الحق في جزء من أصول المؤسسة بمقدار الأصول المرهونة لصالحهم أو لهم الحق في أصول المؤسسة كلها في حالة تعرضها للإفلاس والتصفية.²

2. المتعاملون: يتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة أطراف أساسية وهي؛ المصدر للأوراق المالية والمستثمر بتلك الأوراق المالية، والوسيط الذي يقوم بدور الوساطة بين المصدر والمستثمر. وبالتالي يقوم هذا السوق على الفئات التالية:³

1.2. فئة المقترضين: وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق، وتتمثل في الأفراد والمؤسسات التي تزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها، وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية؛

¹ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 06.

² محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 31.

³ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 61.

2.2. فئة المقرضين: وهي فئة مصدري الأموال في السوق، وتمثل في الأفراد والمؤسسات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها، وترغب في توظيف مدخراتها أو فوائضها النقدية بالإقراض المباشر أو بشراء الأوراق المالية؛

3.2. فئة الوسطاء: يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي. ومن أمثلة الشخص المعنوي؛ بنوك الاستثمار وشركات الاستثمار وشركات الوساطة وشركات الايداع. تضم فئة الوسطاء في العادة ثلاث مجموعات هي:¹

أ. السماسرة: عندما يقوم الوسيط بدور السمسار يؤدي خدماته للعميل في حدود أنواع الأوامر التي يصدرها إلى العميل. وتختلف الأوامر التي يصدرها المتعاملون في السوق إلى السماسرة أو الوسطاء، تبعا لاختلاف الصلاحيات التي تمنح للوسيط في تنفيذ الأمر، والتي في الغالب تكون محكمة بعنصرين: سعر التنفيذ، وهو السعر الذي يحدده المستثمر للسمسار ليسمح للأخير، عنده بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء. بينما العنصر الثاني يتمثل في وقت التنفيذ ويقصد به الفترة الزمنية أو التاريخ الذي يسمح للسمسار خلالها أو بحلوله بتنفيذ الصفقة سواء بيعا أو شراء. المقصود بالأوامر أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر لوكيله أو سمساره. وتحدد هذه الأوامر، شروط بيع أو شراء الأوراق المالية، ولذلك فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط وكذلك تحدد مسؤولية السمسار حسب نوع الأمر المعطى له.

ب. صانعو السوق: يمكن للوسيط في السوق المالي أن يقوم بدور صانع الأسواق، وذلك لممارسة مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية، بموجب ترخيص من لجنة إدارة السوق. ويمارس صانع الأسواق نشاطه في السوق الثانوي إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

¹ رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سابق، ص - ص: 40-44.

ج. **متعهد تغطية الاصدارات المالية:** يمكن للوسيط أن يلعب بالإضافة لدوره كسمسار أو صانع سوق، دور المتعهد لتغطية إصدار معين سواء كان في صورة أسهم أو سندات. إذ يتعهد الوسيط، والذي يكون في هذه الحالة مؤسسة مالية مثل بنك استثمار أو شركة للجهة المصدرة، بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة. وفي هذه الحالة يتوجب عليه شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات.

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين:¹

- طريقة المفاوضات: وفي هذه الطريقة يتم الاعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول الى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية؛

- طريقة المزايدة: وفي هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. هذا ويتم الاعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول .

3. **وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل:** توفر البيئة التشريعية والقانونية المناسبة يعتبر من الدعائم الأساسية لقيام السوق، لهذا فعلى الدولة أن تصدر كافة التشريعات والقوانين والضوابط والنظم والمنشورات المتعلقة بأنشطة إصدار وتداول الأوراق المالية. وعلى الدولة المعنية عند إصدار هذه التشريعات أن توائم بين هدفين أساسيين، الأول منهما، الهدف التنظيمي الذي يضمن حقوق المتعاملين في الأسواق، والثاني الهدف التنموي التشجيعي لهذه التشريعات، من أجل أن يقوم السوق بالدور المناط به على الوجه المطلوب.²

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص:30.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مرجع سابق، ص: 50.

خلاصة المحور الثالث:

يتميز سوق الأوراق المالية عن غيره من الأسواق من حيث طبيعته وتنظيمه، فهو هيكلية تتدفق من خلالها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، حيث يختص بتداول الأوراق المالية طويلة الأجل، وفق قواعد محددة وتحتاج لمعرفة ومهارات متخصصة. تتضح أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال ما تقوم به من وظائف اقتصادية وتنظيمية ومالية، وتمثل الوظيفة الأساسية لها بتحويل الادخارات الى استثمارات أي توظيف الأموال وتمويل الاستثمارات. وهذا يعني أن سوق رأس المال يمكن المؤسسات الاقتصادية من الاقتراض طويل الأجل للوفاء بالتزاماتها المالية لتوسيع عملياتها، فمن خلال هذه السوق تنشأ مؤسسات جديدة وتنمو وتتوسع مؤسسات قائمة.

يتكون سوق الأوراق المالية من ثلاثة أطراف أساسية، مصدري الأوراق المالية وهي الجهات التي تبحث عن التمويل من خلال بيع الأوراق المالية للمستثمرين؛ المستثمرين وهي الجهات التي تمتلك الفوائض المالية وتسعى لاستثمارها بهدف تحقيق عائد، وقد يكون المستثمرين أفراداً، مؤسسات، وحكومات. والطرف الثالث وهم الوسطاء، يمثلون حلقة الوصل بين المصدرين للأوراق المالية والمستثمرين.

أسئلة المحور الثالث:

- ما أهمية السوق المالية؟
- ماهي خصائص سوق الأوراق المالية؟
- ما أهمية دور الوسطاء؟ وماهي أصناف الوسطاء؟
- عرف الأوامر؟
- كيف يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية عن طريق الوسيط؟
- ما أهمية وجود أعراف وقواعد تحكم التعامل في السوق المالية؟

المحور الرابع

تنظيم ونمط تشغيل السوق المالي

يمثل السوق المالي هيكل منظم يحتوي طلبات شراء وبيع الأوراق المالية، المتداولة عبر وسطاء مرخصين للقيام بذلك، وفقا لقواعد محددة. نوضح من خلال هذا المحور كيف تنظم التعاملات في الأسواق المالية، وكيف تضمن الأسواق المالية أن المشتريين قد تسلموا أوراقهم والبائعين أموالهم، مع ضمان مصالح الطرفين والشفافية في المعاملات.

أولا. تنظيم السوق المالي: تلعب أسواق المال بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، دورا هاما في الاقتصاد الكلي، لذا وجدت الحكومات أنه من الضروري أن توفر الشروط الملائمة لتكوين وتنظيم تلك الأسواق، وتعزيز الاستثمار في الأوراق المالية على أسس قانونية منظمة، تكفل حماية مصالح المتعاملين وتكرس الشفافية في التعاملات، من خلال إلزام كافة المؤسسات بنشر معلوماتها وتداولاتها داخل السوق وخارجها. إذ تعد الأسواق المالية من أكبر مصادر الأزمات في اقتصاديات الدول. وصار من الضروري تبني مختلف الأنظمة والتشريعات حتى تكفل تحصيلها من التقلبات غير الاعتيادية.

1. الهياكل المؤسسية للأسواق المالية: الأسواق المالية مثل أي منشأة مالية، لها هياكلها التنظيمية الداخلية الخاصة بها، ولها هيكلية مؤسسية عامة تعمل فيها، وتشتمل على خمسة أجهزة أساسية، قد تختلف مسمياتها حسب أسس وقوانين وضوابط الدول، إلا أن وظائفها متماثلة، وهذه الأجهزة هي:¹

- **أجهزة التشريع والتخطيط الحكومي:** تشمل الأجهزة الحكومية المناط بها إصدار القوانين والتشريعات الخاصة بالأسواق حتى يطمئن المتعاملون فيها، بجانب إدراج المؤشرات التي تهم السوق في الخطط الاستراتيجية، ووضع السياسات الخاصة بتطوير الأسواق وتحفيز الشركات المدرجة بالسوق، ويأتي في مقدمة هذه الأجهزة مجلس الوزراء والوزارات المعنية بالشأن الاقتصادي، والبنك المركزي ووزارة العدل والمسجل التجاري وغيرها من الجهات الحكومية المعنية بأمر الأسواق. هنا ولا بد من التأكيد على أن التوجهات في كل أسواق الأوراق المالية نحو تقليص دور الحكومة وحصره في الإطار التشريعي

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، مرجع سابق، ص-ص: 47-48.

والرقابي وترك أمور الإدارة للقطاع الخاص. وفي العادة تمثل الحكومة والبنك المركزي وشركات الوساطة في مجلس إدارة السوق، وجميعته العمومية التي تشمل أيضا البنوك التجارية؛

- **هيئات الرقابة والإشراف:** تشرف على كافة الأسواق بالدولة، كأسواق السلع وسوق النقد الأجنبي، كما تقوم بإصدار الضوابط واللوائح والقواعد المنظمة لعمل هذه الأسواق، بجانب قيامها بعمليات الرقابة والمتابعة والتفتيش ومحاسبة المؤسسات المتعاملة فيها، مما يعزز الثقة في عمل هذه الأسواق؛

- **الأجهزة التنفيذية:** يعنى بها أسواق الأموال نفسها أي البورصات، إذ أنها تقوم بالعمل الفني المتعلق بالتداول، وتضع اللوائح والضوابط الخاصة بقاعة التداول ونظمها التشغيلية؛

- **وحدات الحفظ والإيداع المركزي:** تنشأ بغرض القيام بمهام تسجيل وحفظ وإيداع الأوراق المالية المختلفة، وقد تكون ضمن الهيكل التنظيمي للسوق، أو كمراكز إيداع منفصلة عن السوق، تقوم بهذه المهام، كما تقوم في بعض الحالات بتوزيع الأرباح المستحقة، بعد استلامها من الجهات مصدرة الورقة المالية، وأثبتت التجارب أن مراكز الإيداع المستقلة أفضل وأكثر كفاءة ومهنية من المراكز الملحقة بالأسواق؛

- **المؤسسات العاملة في السوق:** تشمل كافة المؤسسات التي تعمل في سوق الأوراق المالية، كبنوك الاستثمار وشركات الوساطة المالية التي يتم التداول عبرها، وكذلك الشركات المصدرة للأوراق المالية والشركات المنشأة لهذا الغرض.

أما بالنسبة للهيكل الوظيفية لأسواق المال هي هياكل نمطية متشابهة في أصولها وجوهرها، إلا أن حجم السوق وعدد الشركات المدرجة فيه وعدد وطبيعة الصفقات سواء مضاربات أو استثمار، قد تجعل هناك بعض الاختلافات اليسيرة في الهياكل التي تحكم عمل هذه الأسواق، من حيث إدارة شؤون السوق وتحدد الصلاحيات المخولة لكل وحدة تنظيمية، ويوجد للسوق جمعية عمومية تكون عادة من أعضاء السوق الملتمزين بدفع رسوم العضوية السنوية.

2. إدارة بورصة الأوراق المالية: تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية، يتمثل جلها بالتالي:¹

- لجنة أو مجلس إدارة البورصة: تتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، ويتفرع عنه لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان حسن سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة، وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار؛
- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة، والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة؛
- هيئة الأوراق المالية: تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة؛
- هيئة التحكيم: تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء، بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة؛
- مجلس التأديب: يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة؛
- مندوب الحكومة: يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

3. صور تنظيم السوق: عادة ما يأخذ تنظيم السوق صورا ثلاث، هي:²

- تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات؛
- تنظيم عمليات التبادل؛
- تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية.

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 59-60.

² عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 141-144.

1.3. تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات: الإفصاح هو الكشف عن المعلومات التي تم المتعاملين بأسواق الأوراق المالية، وهذه المعلومات تكون مالية أو غير مالية. وتتم عملية الإفصاح من خلال العديد من الوسائل منها؛ شبكة الأنترنت واعلام الهيئة الرقابية أو السوق أو عن طريق المؤتمرات الصحفية أو من خلال الصحف اليومية أو التصريح لأية وسيلة اعلامية أخرى. وقد يكون الإفصاح دوريا ومحدد مسبقا، وقد يكون فوريا حالما تتوفر المعلومة عند حدوث أمر جوهري ومهم¹. من أهم المشاكل التي تواجه المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، هي تقرير مدى أمان الاستثمار ودرجة المخاطرة المصاحبة له. ولكي يتحقق ذلك يجب أن تقدم الشركات معلومات عن نوعية الأوراق المالية محل الاستثمار، بيد أن المعلومات قد تكون غير كافية من ناحية، كما أن المستثمرين قد يفتقرون إلى الخبرة في تحليل تلك المعلومات من ناحية أخرى. لذا ثمة ضرورة لكي تتدخل الحكومات لدى الجهات المصدرة للتأكد من سلامة وكفاية المعلومات المقدمة للمستثمرين لتجنب عمليات الغش والاحتيال. وعادة ما تشكل هيئة للأوراق المالية والبورصة تلزم الشركات وغيرها بتقديم كافة المعلومات عن إصداراتها من الأوراق المالية، الأمر الذي يخفض من عمليات التدليس على المستثمرين، ويسهم في زيادة كفاءة السوق. و تكون سوق الأوراق المالية كفاء، بالنسبة لنظام معين من المعلومات، إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد، يعرف هذا النظام للمعلومات، معرفة كاملة.

2.3. تنظيم عمليات التبادل: يقتضي تنظيم عمليات التبادل، وجود إطار تشريعي لتنظيم ذلك التعامل، وهيئة يناط بها تطبيق قوانين ولوائح السوق وتنظيم السوق وتشرف عليه من خلال أداء الوظائف التالية:

- الرقابة على السوق الأولية: تقوم الهيئة المشرفة على السوق بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهما للاكتتاب العام بإصدار نشرة الاكتتاب توضح فيها أغراضها وبرامجها. وكذلك تقوم الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة بقيدها بالجدول المؤقت للأسعار وذلك لحماية

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص: 225.

المستثمرين، على ان يتم القيد بالجدول الرسمي للأسعار في حالة استيفاء شروط القيد فيه التي يتطلبها القانون؛

- **وضع متطلبات الإفصاح:** تقوم الهيئة بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة معينة ولحين إعلان نتائج مرضية عن أعمال الشركة لفترة معينة؛

- **الرقابة على السوق الثانوية:** تتم الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي، حيث تلتزم الشركات بإعداد ونشر المعلومات المالية عن نتائج أعمالها ومراكزها المالية باستمرار؛ يجب ان تكون القوائم المالية معدة وفقا للمعايير المحاسبية، وأن تكون خضعت لعملية تدقيق تنتهي بإعداد رأي مهني بخصوصها؛

- **تطبيق قوانين ولوائح السوق:** الهدف هو تحقيق السوق المنظمة المستقرة التي تضمن تدنية التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في أسعار الأوراق المالية ، وكذلك تجنب التحركات الكبيرة في المستوى العام لأسعار الأوراق المالية التي لا يفسرها حجم تداول مناسب. وللهيئة عدة وسائل لتجنب التقلبات السعرية أهمها لإيقاف التعامل لفترة معينة في الأسهم التي تتقلب أسعارها أو تحديد مدى معين للتغير في الأسعار لا يمكن تجاوزه.

3.3. **تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية:** وتتمثل بالإجراءات التي تتخذها

الحكومة لحماية أموال المستثمرين لدى مؤسسات الوساطة المالية، وأهم تلك الإجراءات ما يلي:¹
- ضرورة الحصول على ترخيص مسبق من الجهات المختصة عند إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية وذلك بعد فحص موقف الفرد أو المؤسسة الراغبة في القيام بأعمال الوساطة والتحقق من قدرتها على أداء تلك الوظيفة؛

- ضرورة إمساك سجلات منتظمة معدة وفقا للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، على أن تخضع تلك السجلات للمراجعة الدورية من أجهزة يناط بها ذلك للتحقق من صحة البيانات الواردة بها؛

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص-ص: 145-144.

- فرض قيود على الأصول المالية المصرح للوسطاء الماليين بجزائها لضمان سلامة أموال المستثمرين، وقد تكون تلك القيود متعلقة بمنع حيازة بعض المؤسسات الأصول المالية التي ترتفع فيها درجة المخاطرة ويظهر ذلك واضحا في البنوك التجارية التي لا يسمح لها بحيازة الأسهم العادية لشدة تقلب أسعارها، وقد تقتصر القيود على وضع حدود معينة لحيازة الأصول الخطرة كما هو الحال في شركات التأمين التي يسمح لها بشراء أسهم عادية ولكن في حدود معينة؛

- إنشاء صناديق للتأمين على حقوق المستثمرين، لدى وسطائهم الماليين، كما هو متبع في التأمين على الودائع في البنوك التجارية. تهدف تلك الصناديق إلى تعويض المستثمرين، عن الخسائر المالية إذا واجه الوسيط المالي، فشلا ماليا تعذر معه سداد التزاماته المالية، ويسدد المودعون والمستثمرون اشتراكات دورية، لتلك الصناديق، لاستخدامها في دفع التعويضات.

ثانيا. نمط تشغيل السوق المالي: يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل قاعة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدة التعامل ووحدة لتغير الأسعار، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الاعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الاعلان عنها لصالح المتعاملين.¹

1. طريقة التعامل في سوق الأوراق المالية: حتى يتسنى استثمار في الأوراق المالية يجب أن يقوم المستثمر بتسجيل نفسه في البورصة، عن طريق ما يسمى بالتكويد، أي أن تحصل على رقم تتعامل به في البورصة، وهو رقم يشبه رقم البطاقة الشخصية، وهو الذي يميز مستثمرا عن آخر. يتم الحصول على هذا الرقم عن طريق تقديم طلب إلى إحدى شركات السمسرة المالية مقابل رسم معين.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 29.

لا يمكن للمستثمر أن يتعامل مع البورصة مباشرة، وإنما يجب أن يتم ذلك من خلال إحدى شركات السمسرة، التي تتلقى منه أوامر البيع أو الشراء للأسهم، وتقوم شركة السمسرة بتحصيل نسبة عمولة عن كل عملية تقوم بها من خلالها.¹

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها، من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة، أو على أساس البيع قصير الأجل. ولهذه العمليات بالطبع تكلفة تتمثل في العمولة، التي يتقاضاها السماسرة من المستثمرين، والتي تختلف باختلاف نوع الورقة، وحجم التعامل في السوق، وقد تكون محددة أو حسب الاتفاق بين الطرفين.² عادة ما يتم التعامل داخل بعض البورصات في كميات دائرية 100 سهم أو مضاعفاتها، أما الكميات الصغيرة فعادة ما يتم التعامل فيها في السوق خارج البورصة.³

التعامل مع الأوراق المالية بيعا وشراء، يمر عبر إتباع الخطوات التالية:

- اتصال المستثمر الراغب بشراء أو بيع الأوراق المالية بأحد الوسطاء أو السماسرة للاستماع للنصح والمشورة بخصوص نوع وعدد الأوراق المالية الملائمة للاستثمار في الوقت الحالي ومن ثم الاتفاق معه على التنفيذ مقابل الحصول على العمولة؛

- قيام المستثمر الراغب بشراء وبيع الأوراق المالية، في حال الاتفاق مع الوسيط أو السمسار، بفتح حساب نقدي أو على المكشوف لدى الأخير، وذلك لتمويل عمليات البيع والشراء لصالح المستثمر وبناء على طلبه؛

- إعداد وإصدار طلبات البيع والشراء للأوراق المالية المرغوب فيها، للوسيط أو السمسار وفقا للأوامر.

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 207.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 60-61.

³ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، ط1، 2005، ص: 36.

- نقل ملكية الأوراق المالية في مركز الإيداع، ودفع ما يترتب عليها من رسوم وعمولات، وحسب ما تقتضيه الأنظمة والتعليمات المعمول بها، وكل ذلك من خلال الحساب المفتوح لدى الوسيط أو السمسار¹.

2. أوامر السوق: المقصود بالأوامر أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية التي يصدرها المستثمر لوكيله أو سمساره. وتحدد هذه الأوامر شروط بيع أو شراء الأوراق المالية، ولذلك فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط، وكذلك تحدد مسؤولية السمسار حسب نوع الأمر المعطى له. يمكن تصنيف هذه الأوامر إلى أصناف، أهمها:²

- أمر السوق: وبموجب هذا الأمر فإن المستثمر يعطي تعليمات لسمساره لأن يبيع أو يشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في السوق، أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وهذا معناه أنه يجب على السمسار أن يبذل أفضل جهوده، ليحصل على أفضل صفقة ممكنة في ذلك الوقت؛

- الأمر المحدد: بموجب هذا الأمر يتم تحديد كلا من السعر والكمية، وفي هذه الحالة يقوم السمسار ببيع أو شراء، عدد محدد من الأوراق بالسعر المحدد أو بأفضل منه، وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر المحدد فإنه يدونه في دفاتره أو دفاتر سمسار آخر قد يكون متخصصا ليتم تنفيذه حالما يمكن ذلك. للأمر المحدد أنواعا أخرى منها: الأمر المحدد بزمن؛ وهو أمر تتحدد مدة سريانه بفترة زمنية قد تكون يوما أو أكثر ويظل ساري المفعول إلى ان يتم إلغاؤه أو انقضاء الفترة المحددة أيهما يأتي أولا. أوامر يومية؛ وهي أوامر تصبح لاغية تلقائيا في نهاية يوم صدورها إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذها خلال اليوم الذي صدرت فيه. الأمر الصالح حتى يتم إلغاؤه؛ وهذا يعني أن الأمر يظل صالحا حتى يقوم السمسار بتنفيذه عند تحقق الشروط إلا إذا تم إلغاؤه قبل ذلك أي أنه لا يلغى تلقائيا بل يحتاج السمسار إلى إشعار بإلغائه. الأمر من نوع نفذ فورا أو ألغ، وهو أمر يصبح لاغيا إذا لم يتم تنفيذه فور صدوره.

¹ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 105-106.

² زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، مرجع سابق، ص-ص: 130-131.

- أمر وقف الخسارة: وهو أمر يحدد الحد الأدنى من السعر، الذي يجب أن يتم بيع الورقة أو شراؤها، قبل تجاوزه وهو خليط من النوعين السابقين، ويلجأ إليه المتعامل لإنقاذ ما يمكن إنقاذه من الربح، أو تفادي ما يمكن تفاديه من الخسارة.

- الأمر الحر أو المطلق: بموجب هذا الأمر يعطي المتعامل للسماح، حرية مطلقة في بيع أو شراء الأوراق، التي يراها من مصلحة المتعامل، سواء من حيث النوع أو السعر أو التوقيت، وهو نادر الاستعمال.

3. التسعير: يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وتتم هذه العملية بعدد من التقنيات تشرف عليها سلطات السوق بمساعدة الوسطاء. تهدف إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، من أهمها:¹

- التعامل بالمناداة: تتم هذه العملية التقليدية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة، وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض. فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين ألفاظا متفق عليها، وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تمرير وتسعير كافة الأوراق المدرجة واحدة واحدة. بمجرد الوصول إلى سعر توازن أول للورقة الأولى يمر السعر للثانية حتى آخر ورقة.

- التعامل بالأدراج: تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص كل درج لكل ورقة مدرجة في البورصة، ويتم تركيز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي أو شركة وساطة، يصبح متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية. في بداية كل جلسة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط، بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الجلسة السابقة، التي ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك؛

¹ جبار محفوظ، الأسواق المالية، ج3، دار هومة، الجزائر، 2017، ص: 38-45.

- التعامل بالصدوق: وفق هذه التقنية، يتم تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد، موجود لدى سلطات البورصة، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر، ويحدد على أساسها سعر التوازن؛

- التعامل بالمقابلة: تسجل الأوامر على سجلات، بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة؛

- التداول الإلكتروني: هو مجموعة متكاملة من البرامج، صممت خصيصا لتتيح بيع وشراء الأوراق المالية من الأسواق المالية، بطريقة إلكترونية آلية ودون تدخل مباشر من العامل البشري، إلا فيما يتعلق بإدخال الأوامر أو الحصول على المعلومات من النظام أو غيرها من أشكال التعامل معه؛

- التداول عن طريق الأنترنت: التداول عن طريق الأنترنت يتم عن طريق نظام التداول الإلكتروني. لإتمام صفقة عبر الأنترنت، سواء كانت عملية شراء أو عملية بيع للأوراق المالية، على المستثمر أن يفتح حسابا لدى أحد الوسطاء الإلكترونيين، حيث تعتبر هذه المرحلة بمثابة الضمان لإتمام الصفقات، والتعامل بجدية في السوق المالي. كما يتطلب من المستثمر أن يتوفر على حساب بنكي مرتبط أيضا بالأنترنت، حتى يتمكن من تسديد مشترياته، أو استقبال إيرادات مبيعاته من الأوراق المالية عبر الأنترنت. وبذلك عندما يقوم بإصدار أوامر الشراء وأوامر البيع من كمبيوتره الشخصي، تتم تلبية احتياجاته وتنفيذ أوامره؛ وينعكس ذلك في حسابه البنكي، حيث يتم تحويل منه وإليه حسب طبيعة الصفقة إن كانت شراء أو بيعا، ومن ثم يستقبل على نفس الكمبيوتر الإجابة عن تنفيذ صفقاته في الوقت الفعلي.

خلاصة المحور الرابع:

من الضروري توافر الشروط الملائمة لتكوين وتنظيم تلك الأسواق، وتعزيز الاستثمار في الأوراق المالية على أسس قانونية منظمة تكفل حماية مصالح المتعاملين وتكرس الشفافية في التعاملات، من خلال إلزام كافة المؤسسات بنشر معلوماتها وتداولاتها داخل السوق وخارجها. إذ تعد الأسواق المالية من أكبر مصادر الأزمات في اقتصاديات الدول. من الضروري تبني مختلف الأنظمة والتشريعات حتى تكفل تحصينها من التقلبات غير الاعتيادية.

الأسواق المالية مثل أي مؤسسة مالية لها هيكلها التنظيمية الداخلية الخاصة بها ولها هيكلية مؤسسية عامة تعمل فيها، قد تختلف مسمياتها حسب أسس وقوانين وضوابط الدول إلا أن وظائفها متماثلة، كما تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية، منها مجلس إدارة البورصة وهيئة الأوراق المالية.

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها، من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسة، والتي تختلف باختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء العملاء، فمنها ما يكون لأحسن سعر، ومنها ما يكون عند سعر محدد، ومنها ما يكون عند أقل خسارة، أو على أساس البيع قصير الأجل؛ - يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، وتتم هذه العملية بعدد من التقنيات تشرف عليها سلطات السوق بمساعدة الوسطاء، ومن هذه التقنيات التعامل بالمناداة وبالأدراج، الصندوق، بالمقابلة التداول الإلكتروني وعبر الأنترنت

أسئلة المحور الرابع:

- ماهي شروط تكوين سوق مالية؟
- ماهي الهياكل المؤسسية للأسواق المالية؟
- كيف يتم تنظيم التعامل في الأسواق المالية؟
- اشرح كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية؟
- ماهي التقنيات المستخدمة لتحديد أسعار الأوراق المالية؟

المحور الخامس

أهمية الاستثمار في الأوراق المالية

يهدف الاستثمار عموماً إلى توليد منافع مادية وغير مادية، وهو عملية تستند إلى أسس علمية، ويصنف إلى أصناف متعددة حسب المعيار المستخدم، وفي سياق هدف المطبوعة تم التركيز على معيار طبيعة الاستثمار، الذي يصنفه إلى استثمار حقيقي واستثمار مالي، وعليه خصص هذا المحور لعرض أهمية الاستثمار في الأوراق المالية، من خلال التطرق لمفهوم الاستثمار في الأوراق المالية، ومبادئه.

أولاً. مفهوم الاستثمار في الأوراق المالية: يعتبر الاستثمار من أهم المفاهيم التي يختص بها علم الاقتصاد، وذلك لارتباطه بالمتغيرات الاقتصادية الأساسية كالدخل والاستهلاك والادخار. وتشير نظرية الدخل بالاقتصاد الكلي إلى أن الدخل المتاح يتوزع بين الاستهلاك والادخار. حيث يمثل الادخار، الجزء المتبقي من الدخل المتاح بعد الاستهلاك. والأموال المدخرة ستجد طريقها إلى المؤسسات، من خلال طريقتين أساسيتين هما:¹

- شراء الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات، والتي بدورها ستقوم باستخدام هذه الأموال لشراء السلع الاستثمارية كالمعدات والآلات ووسائل النقل وغيرها؛

- إيداع المدخرات في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، والتي ستقوم بدورها بإقراض هذه الأموال للشركات بهدف تمويل نشاطاتها الاستثمارية.

يتضح من خلال كلتا الطريقتين، أن المؤسسات بالاقتصاد الوطني، تحتاج إلى الأموال لشراء السلع الاستثمارية وتحصل عليها من مالكيها بطريقة مباشرة من خلال إصدار الأسهم والسندات، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الاقتراض البنكي .

1. مفهوم الاستثمار: الاستثمار هو عملية اقتصادية مدروسة، من قبل شخص طبيعي أو قانوني، تقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية، بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية... في المستقبل، بتدفقات مستمرة عادة، تضمن قيماً تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية المطلوبة، وفي ظروف تتسم

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم : حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص: 114.

بالأمان والتأكد، قدر المستطاع، مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر.¹ ويهدف الفرد من وراء الاستثمار إلى تعظيم ثرواته والمحافظة عليها.²

هناك أنواع كثيرة للاستثمار، يمكن عرضها وفق المعايير التالية:³

- من حيث القائم بالاستثمار: قد يكون شخص طبيعي كالأفراد والجماعات، أو قد يكون معنوي كالمؤسسات العامة و الشركات الخاصة؛
- من حيث عدد الاستثمارات: فقد تكون أصول ذات طبيعة واحدة أوراق المالية، أو آلات أو مباني (فردية) أو في أصول ذات طبيعة مختلفة أوراق مالية وآلات ومباني (محفظة)؛
- من حيث التبعية: فقد يكون استثمارا تابعا للقطاع الخاص، أو استثمارا تابعا للقطاع العام؛
- من حيث الجنسية: فقد يكون استثمارا وطنيا، يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويون من داخل الدولة، أو استثمارا دوليا يقوم به أشخاص طبيعيين ومعنويون، من دول أخرى؛
- من حيث المدة: فقد يكون استثمار طويل المدى لأكثر من خمس سنوات، أو استثمار متوسط المدى أكثر من سنة وأقل من خمس سنوات، أو استثمار قصير المدى أقل من سنة؛
- من حيث طبيعة الاستثمار: تبوب مجالات الاستثمار، من حيث نوع الأصل محل الاستثمار، إلى استثمارات حقيقية وأخرى مالية. يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا، عندما يكون للمستثمر، الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار، السلع، الذهب... إلخ. والأصل الحقيقي يقصد به كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية، تظهر على شكل سلعة أو على شكل خدمة مثل العقار. بينما الاستثمارات المالية، تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها، حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع... إلخ. والأصل المالي يمثل حقا ماليا، لمالكه أو لحامله المطالبة بأصل

¹ هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 17.

² أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 7.

³ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 35-36.

حقيقي، ويكون عادة مرفقا بمسند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.¹

2. تعريف الاستثمار في الأوراق المالية : يقصد به شراء أوراق مالية كاحتياطي وقائي للسيولة، أو لمتطلبات تشغيل الأموال المتاحة في أصول سهلة التحويل إلى نقدية، فالاستثمار هنا يحوي شراء السندات أو الأسهم الممتازة والتي تكون احتمالات الربح أو الخسارة فيها قليلة نسبياً، كما قد يحوي شراء الأسهم العادية والتي قد تكون احتمالات الربح والخسارة فيها مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة كبيرة نسبياً.²

أي أن الأصل في الاستثمار هنا محصور في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وليس في الأصول المالية أو المادية الأخرى.

3. التمييز بين الاستثمار والمضاربة: من الضروري التمييز بين الاستثمار والمضاربة قبل الخوض بالاستثمار المالي، فالمضارب يتنبأ بمسار الأسعار صعوداً أو هبوطاً، ليشتري أو يبيع ويجني أرباحاً من وراء ذلك. والمضاربة في البورصة هي عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص، لا بقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر وتسمى أرباح رأسمالية.³ بشكل عام يمكن التفريق بين الاستثمار والمضاربة على النحو التالي:

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 27-28.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 31-32.

³ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، مرجع سابق، ص: 51.

الجدول رقم (5-1): التمييز بين الاستثمار والمضاربة

المضاربة	الاستثمار	البيان
فترة قصيرة (ساعات، أيام أو اسابيع)	فترة زمنية طويلة لا تقل عن سنة	الفترة الزمنية
رأسمالية (فرق السعر)	توزيعات أرباح نقدية وأرباح رأسمالية	طبيعة العائد
كبيرة	قليلة نسبيا	المخاطرة
أكثر من عوائد الاستثمار لارتفاع درجة المخاطرة	أقل من عائد المضاربة لانخفاض المخاطرة	معدل العائد
قد يعمل على تنشيط السيولة الا ان عند تجاوزها حد معين سيكون أثرها سلبي على السوق وقد تؤدي الى خسارة المضارب أو قد تسبب تضخم	ايجابي على السوق والاقتصاد	الأثر
المضاربة بحدودها الطبيعية قد تؤدي الى زيادة السيولة وعمق السوق	قليل نسبيا	السيولة وعمق السوق
يعتمد على التوقعات المستقبلية قصيرة الأجل	يعتمد على الأسس العلمية	قرار الاستثمار
سلبية	ايجابية	الفكرة السائدة
قليلها مرحب فيه وكثيرها خطير	مرحب فيه دائما	رأي الهيئات الرقابية

المصدر: سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم : حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص: 116

نلاحظ أنه من حيث ثبات العائد، الاستثمار ثابت ومستقر نسبيا أما المضاربة متغير وغير مستقر، ومن حيث السلوك الأول عقلائي والثاني انتهازى. وينحصر الفرق بين الاستثمار والمضاربة بصورة أساسية في اختلاف العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة ومدة الاستثمار.

4. خصائص الاستثمار في الأوراق المالية: إن ما يميز هذا الاستثمار عن غيره من الاستثمارات، يتمثل في العديد من العوامل والتي من أهمها:¹

- ارتفاع معدل العائد: لاحتوائه على التوزيعات السنوية أي الأرباح التشغيلية، وفروقات أسعار البيع والشراء، أي الأرباح الرأسمالية؛

- انخفاض درجة المخاطرة الكلية: لأن المخاطرة غير المنتظمة يفترض أن تكون واضحة ويمكن تجنبها، أما المخاطرة المنتظمة فإنه من السهل احتسابها وأخذ ما يقابلها، وهما يشكلان معا المخاطرة الكلية؛

- توفير عنصر السيولة: وذلك لتوفير فرصة البيع والشراء أو العكس، في السوق الثانوي بأي وقت يختاره المستثمر ودون خسارة؛

- عنصري التنظيم والأمان.

للاستثمار في الأوراق المالية مزايا كثيرة، يمكن إجمالها بالتالي:

- يوجد للأوراق المالية أسواق، على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم من النادر أن تتوفر للأدوات الاستثمارية الأخرى، فهناك سوق أولي وسوق ثانوية، ويوجد أحيانا سوق ثالث وسوق رابع؛

- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بالأدوات الاستثمارية الأخرى؛

- سهولة عملية تقويمها، واحتساب معدلات عوائدها، وذلك لكونها تتمتع بخاصية التجانس من حيث قيمتها وثبات شروطها؛

- وجود المختصين والقادرين على تقديم الخبرة والمشورة للمستثمرين، كالوسطاء والسماسرة.

لكن الاستثمار في الأوراق المالية لا يخلو من عيوب، نبينها في التالي:

- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها، وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها، لكن

هذا لا يمنع وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية، كالسندات والأسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها

أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات؛

¹ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص: 42

- عرضة لتقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد، خاصة إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل كالسندات¹

ثانيا. مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية: قبل البدء في الاستثمار في الأوراق المالية يجب على المستثمر أن يعي حقائق هذا الاستثمار، بالإضافة إلى ضرورة التعرف على الأنظمة والتعليمات والقوانين، التي تصدر من المؤسسات الرقابية المتعلقة بالاستثمار، ومن هذه الحقائق:

- من الضروري أن يدرك المستثمر أن أسعار الأسهم، لا يمكن أن تستمر بالانخفاض لفترة زمنية طويلة، كما لا يمكن أن تستمر بالارتفاع كذلك؛

- تراجع الأسعار في الأسواق المالية وانتعاشها، أمور طبيعية في جميع أسواق العالم؛

- أن تراجع أسعار الأسهم الى مستويات كبيرة في ظل تحقيق الشركات المدرجة أرباحا مرتفعة، غير مبرر بشكل عام، إلا أن ذلك أمرا واردا في ظروف استثنائية كالأزمة المالية العالمية؛

- لا بد أن نتقبل أن أحداث استثنائية قد تحدث في ظل ظروف استثنائية، وعندها قد تتناقض التحليلات وتعارض القرارات الاستثمارية؛

- ان الاستثمار في الأوراق المالية أمرا ينطوي على مخاطر يجب على المستثمر أن يدركها؛

- على المستثمر الذي يسعى الى الربح أن يتقبل الخسارة، التي تنتج عن الاستثمار، فالربح والخسارة أمران مقترنان معا في عالم الاستثمار؛

- العائد على الاستثمار بالأوراق المالية هو الأعلى في المدى البعيد؛

- الاستثمار طويل الأجل والتأني والاحتفاظ بالأسهم في حالة التراجع غير المبرر، خير وسيلة للحماية من التقلبات اليومية لتنمية الاستثمار؛

- الانقياد وراء الشائعات وتقليد الآخرين والخوف غير المبرر، سيؤدي بلا شك إلى تآكل الأموال، وإلى مزيد من الخسائر.

¹ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 88-89

كما يجب مراعاة المبادئ الاستثمارية التالية:¹

- **تحديد الوضع المالي:** يجب على المستثمر أن يحدد مركزه المالي، من حيث مصادر دخله والتزاماته المالية على المدى القصير والطويل، وعليه يجب أن يتم استثمار المبلغ الفائض عن الحاجة وعدم اللجوء إلى الاقتراض، وضرورة الاحتفاظ بمبلغ ما على شكل نقد للتصرف به أوقات الطوارئ، والاستثمار بمجالات أخرى مختلفة وعدم استثمار المبالغ المالية بسوق الأسهم، التي يمكن أن يحتاجها لأهداف أخرى مختلفة قريبة، كالأستهلاك خلال الفترة القصيرة والقادمة، وذلك لأن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب فترة طويلة الأجل، ومن فوائد هذه العملية أن المستثمر لا يضطر لبيع الأسهم عند الحاجة الماسة لأموال بأسعار متدنية أو بتوقيت غير مناسب.

واستناداً إلى ذلك يمكن تقسيم الأموال المخصصة لتمويل الاستثمارات إلى ما يلي:

✓ كمية النقد التي يمكن احتياجها بالفترة القصيرة، وتخصص للاستثمار غير المتقلب؛

✓ كمية النقد التي يمكن تخصيصها للاستثمار لفترة زمنية طويلة، وبهذه الحالة يتقبل المستثمر التقلبات في الفترة القصيرة ما دام يمكن تحقيق هدفه الاستثماري على المدى الطويل.

- **تحديد الهدف الاستثماري المتمثل بالعائد:** لا بد من تحديد نسبة العائد المتوقع والفترة الزمنية، وبالتالي تغيير السياسة الاستثمارية تبعاً لذلك.

- **ادراك حجم المخاطر المتوقعة:** هناك علاقة طردية بين درجة المخاطرة والعائد المتوقع. لا بد للمستثمر أن يصنف نفسه من حيث تقبله لدرجة المخاطرة لتحديد الأسلوب الأمثل للاستثمار، فالاستثمار بالسندات وصناديق الاستثمار أقل مخاطرة بينما الاستثمار بالأسهم أكثرها، إلا أن الاستثمار بالأوراق المالية بشكل عام أكثر مخاطرة من الاستثمارات الأخرى؛

- **دراسة الأوضاع الاقتصادية:** الأوضاع الاقتصادية الكلية والقطاعية، والمؤشرات المالية للشركات المدرجة هي الفيصل في اتخاذ القرار الاستثماري السليم؛

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص-ص: 122-124

- تنويع المحفظة الاستثمارية؛

- اختيار توقيت الاستثمار: يجب أن يدرك المستثمر أفضل وقت لدخول السوق، وعدم الدخول إلى السوق بغرض الاستثمار عند ارتفاع أسعار الأسهم بشكل كبير، أو عند بروز علامات ومؤشرات الأزمات المالية.

- اختيار شركة الوساطة: يفضل اختيار شركة الوساطة بناء على ما يمكن أن تقدمه هذه الشركة، من تقارير وتحليلات مالية موثوقة ومتخصصة ودورية، إضافة إلى ما تقدمه من خدمات متنوعة ونصائح للمستثمر؛

- التدرج بالاستثمار: حيث يمكن أن يبدأ المستثمر بفتح حسابين استثماريين، أحدهما بمبلغ صغير يتخذ القرار الاستثماري حسب هواه، والآخر من خلال محفظة استثمارية أو صندوق استثماري يديره متخصص، وبعد ذلك يتم المقارنة بين الحسابين لمعرفة الطريقة الأفضل، كما ينصح باستثمار مبالغ قليلة بالبداية، لحين زيادة المهارات الاستثمارية ثم تعزيزها تدريجياً؛

- توخي العقلانية عند اتخاذ القرار الاستثماري: لا ينبغي للمستثمر أن يقدم على البيع مجرد بيع الآخرين عند اضطراب السوق، ولا المكابرة بحجة الثقة الزائدة والحماس الكبير للشراء.

- طلب المشورة: أو الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار فهي الأقدر على فهم وتحليل السوق.

خلاصة المحور الخامس:

يعنى بالاستثمار في الأوراق المالية، توظيف الموارد المالية المتاحة حالياً، من أجل الحصول على تدفق نقدي أكبر بالمستقبل، وتتعدد أنواع الاستثمار حسب المعيار المستخدم، ومن حيث طبيعة الاستثمار نميز بين الاستثمارات الحقيقية والاستثمارات المالية ومن ضمنها الاستثمار في الأوراق المالية والمتمثل في شراء الأوراق المالية لغرض تحقيق عوائد سواء بالاحتفاظ بها أو بيعها. ولديها خصائص تميزها عن باقي الاستثمارات، من أهمها ارتفاع معدل العائد، انخفاض درجة المخاطرة الكلية، توفير عنصر السيولة، التنظيم والأمان.

لا بد من التمييز بين الاستثمار والمضاربة، فالأخيرة هي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية لتحقيق أرباح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر، وبالتالي تكون قصيرة الأجل، عكس الاستثمار الذي يكون طويل إلى متوسط الأجل.

تقوم عملية الاستثمار على مجموعة من المبادئ لا بد من مراعاتها حتى نحقق الغاية من الاستثمار، تتمثل أساساً في تحديد الوضع المالي والهدف الاستثماري وادراك حجم المخاطر المتوقعة، دراسة الأوضاع الاقتصادية، تنوع المحفظة الاستثمارية؛ اختيار توقيت المناسب للاستثمار وشركة الوساطة، التدرج بالاستثمار، التحلي بالعقلانية وطلب المشورة.

أسئلة المحور الخامس:

- ما هو الفرق بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي؟
- ما هو الهدف من الاستثمار في الأوراق المالية؟
- حدد أهم الفروق بين الاستثمار في الأوراق المالية والمضاربة؟
- ماهي خصائص الاستثمار في الأوراق المالية؟
- ماهي أهم مبادئ الاستثمار في الأوراق المالية؟

المحور السادس

أنواع الأوراق المالية

تداول في الأسواق المالية كما في غيرها من الأسواق سلعة، تتمثل في الأوراق المالية لها خصائص مميزة، وأنواع مختلفة تتعدد بتعدد رغبات وحاجات المتعاملين في تلك الأسواق، ومن هذه الأوراق المالية، ما يمثل حق ملكية ممثلة في الأسهم، و أخرى حق الدائنية ممثلة في السندات، ومنها ما تشتق قيمتها من قيمة الأوراق المالية وتتمثل في المشتقات المالية. نتناول تعريف وخصائص وأنواع هذه الأوراق المالية بالتفصيل، من خلال هذا المحور.

أولاً. الأسهم: تمثل الأسهم أداة ملكية في الشركة أي مشاركة في رأسمالها. وتقسم إلى نوعين؛ الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1. **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية، تصدر عن شركة مساهمة ما، بقيمة اسمية ثابتة وهي قيمة الوجه، تضمن حقوقاً وواجبات متساوية للمالكين، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام، في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية¹

1.1. **قيم الأسهم العادية:** للسهم العادي قيمة مختلفة، وهي:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي صدر بها السهم، وجملة القيمة الاسمية تمثل رأس مال الشركة، الذي يظهر بالميزانية العمومية.² تحسب القيمة الاسمية للسهم من خلال قسمة رأس المال، على عدد الأسهم المصدرة وفقاً للمعادلة التالية: القيمة الاسمية للسهم = رأس المال ÷ عدد الأسهم

- **القيمة المحاسبية:** تدعى القيمة الدفترية، هي القيمة التي تحددها قائمة المركز المالي، وتتمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المدورة، على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب بها؛

- **القيمة السوقية:** هي القيمة النقدية المدفوعة عند نقطة زمنية محددة.³ تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق. وتتحدد من خلال عمليات التداول بالسوق، وهي تتأثر بالعرض والطلب.

¹ هوشيار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 92-93

² محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، مرجع سابق، ص: 48

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص: 160

- القيمة العادلة: هي ما يفترض أن يكون عليه سعر السهم في السوق، وتحسب من خلال إيجاد القيمة الحالية للدخل المستقبلي من أصول الشركة.¹

2.1. حقوق حملة الأسهم العادية: يتمتع حملة السهم العادية بحقوق، هي:²

- الحق في الاشتراك في الإدارة؛

- الحق في نصيب من الأرباح الموزعة: لا يحصل عليه إلا إذا تحقق الربح، واتخذ قرار بتوزيعه؛

- أولوية الشراء للأسهم الجديدة: هذا الحق في الاكتتاب بالأسهم الجديدة، يعطيهم فرصة المحافظة

على مركزهم النسبي في التصويت، وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحافظ على نصيبهم في

الاحتياطات والأرباح المحتجزة، في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من قيمتها الدفترية؛

- الحق في نقل الملكية؛

- الحق في الحصول على نصيبهم من نتائج تصفية الشركة: هذا لا يتحقق إلا بعد الوفاء

بالتزاماتها نحو الدائنين، وأصحاب الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

3.1. أنواع الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية وفق المعيار المستخدم، إلى الأنواع التالية:

- من حيث الشكل: يمكن تصنيف الأسهم حسب الشكل إلى ما يلي:³

• أسهم اسمية: تصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة

للمصدر أو للبورصة؛

• أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير؛

• أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين، وتنقل الملكية من يد إلى أخرى، ومالكة هو

الشخص الذي يجوز عليها في حينه.

- من حيث الحصة المدفوعة: يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحصة التي يدفعها المساهم، إلى:⁴

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم : حالة سلطنة عمان، مرجع سابق، ص-ص: 74-75

² حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، مرجع سابق، ص-ص: 60-61.

³ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 81-82.

⁴ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها، مرجع سابق، ص: 48.

- أسهم نقدية: يسدد المساهم قيمتها نقداً؛
- أسهم عينية: تسدد قيمتها عينا في شكل أراضي أو عقارات إلخ، وعادة تخصص للمؤسسين أصحاب الفكرة في إقامة المشروع،
- أسهم مختلطة: يدفع جزء نقداً وجزء عينا؛
- حصص التأسيس: تصدرها الشركة عند تأسيسها، وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك، إنما لها نصيب من الأرباح. ولا تدخل حصص التأسيس في رأس مال الشركة، ويكتفى بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة.
- 2. الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقاً أكثر، مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، مثل الأولوية في الحصول على أرباح، حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية، أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.

1.2. خصائص الأسهم الممتازة: تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة؛
 - حق الأولوية في الحصول على حصة التصفية من الأصول؛
 - حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية؛
 - حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى؛
 - حق تحويلها إلى أسهم عادية؛
 - حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الإسمية.
- 2.2. أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:¹
- مجموعة للأرباح: تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح، لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية؛

¹ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، مرجع سابق، ص-ص: 84-85

- مشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم؛

- القابلية للتحويل: تعطي حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية؛

- القابلية للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها، أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.

ثانيا. السندات: تمثل السندات نوع من أنواع الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في أسواق الأوراق المالية، وتتميز عن غيرها من الأوراق المالية بخصائص مختلفة، وتصنف إلى أنواع عديدة متباينة.

1. تعريف السند: يمثل السند عقد التزام على الجهة المصدرة له، يتعهد مصدره بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة إضافة إلى القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق المحدد مسبقا.

يوجد عدد من التعريفات المرتبطة بالسندات، لا بد أن يلم بها كل مستثمر:¹

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السندات؛

- معدل الكوبون: وهو ما يعبر عن سعر الفائدة الاسمي على السند المصدر ويطلق عليها معدل الكوبون حيث يحصل المستثمر على فوائد دورية طبقا لهذا المعدل؛

- أجل الاستحقاق: وهو تاريخ استحقاق السند، أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين؛

- حق استدعاء السندات: غالبا ما تلجأ الشركات إلى هذا النوع من الاستدعاء إذا انخفض سعر الفائدة السوقي عن سعر الفائدة على السندات، وبذلك تستفيد الشركة مصدرة السندات بفروق مدفوعات الفوائد.

2. مزايا الاستثمار في السندات: يمكن إجمال مزايا الاستثمار في السندات، بما يلي:

- ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر؛

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 20-21

- مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة أو اسم وشهرة الشركة؛
 - فوائدها تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي؛
 - تتميز بحق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق؛
 - قابلية تحويلها إلى أسهم عادية.
3. أنواع السندات: تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:¹
- 1.3. من حيث جهة الإصدار: يمكن تصنيف السندات حسب هذا المعيار إلى:
- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية؛
 - غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.
- 2.3. من حيث مدة الأجل: يمكن تصنيف السندات من حيث مدة استحقاقها إلى:
- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً؛
 - متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً؛
 - طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.
- 3.3. من حيث الشكل: يمكن تمييز السندات من حيث الشكل إلى ما يلي:
- باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية؛
 - باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.
- 4.3. من حيث الجنسية: يمكن تصنيف السندات حسب هذا المعيار، إلى:
- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين؛
 - أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل؛
 - دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.
- 5.3. من حيث الضمان: يمكن تصنيف السندات حسب هذا المعيار، إلى:

¹ فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية مرجع سابق، ص-ص: 77-78

- مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها؛

- غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

6.3. من حيث طبيعة الفائدة: يمكن تصنيف السندات حسب هذا المعيار، إلى:

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلا المدة؛

- فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

7.3. من حيث قابلية التحويل: يمكن تصنيف السندات حسب هذا المعيار، إلى:

- قابليها للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة؛

- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

يفضل الكثير من المستثمرين السندات القابلة للتحويل، خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها تتميز بمعدلات نمو عالية.

8.3. سندات التوريق: هو تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تندفق من مجموعة من الأصول المالي كقروض عقارية، قروض السيارات... إلى أوراق مالية، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك المجموعة من الأصول.¹

ثالثا. المشتقات المالية: تعتبر المشتقات أدوات مالية عقودا مالية، أي اتفاقات بين طرفين على قيمة معينة لذلك العقد، تكون هذه القيمة مشتقة من أصل مالي، وتعتمد أساسا على تغيرات هذه

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 22.

الأصول. تكون المشتقات المالية، عالية المخاطر إلا أن بعضها قد يساهم في حماية المستثمرين من مخاطر التعامل المالي من خلال نقل تلك المخاطر بين الأطراف المتعاقدة.

1. **تعريف المشتقات المالية:** المشتقات المالية هي عقود، تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. وتشتق تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية، قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات. بينما العقود المشتقة فهي عقود تتم بين طرفين، ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر، على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل¹.

2. **أهمية المشتقات:** تظهر أهمية المشتقات من خلال فوائد عدة، منها:²

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

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

- تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنويع محافظ المؤسسات المالية، من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية، ورسوم وعمولات وخدمات وغيرها، وذلك من خلال قيام المصارف بعمليات التحوط والمضاربة وصناعة الأسواق وتكوين المراكز المالية؛

- قيام المدير المالي في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة، بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة، والغرض من هذه العملية هو إما تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة وزيادة الالتزامات ذات الفائدة المتغيرة في الهيكل المالي للشركة، أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها؛

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، الأردن، ط1، 2009، ص:141.

² حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن ، ط1،

2011، ص-ص: 21-22.

- شراء المستثمرين ممن يرغبون في اقتناء حقوق ملكية معينة لخيارات او لصكوك شراء الأسهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر لا يساوي سوى جزء من سعرها السائد مستقبلاً، وذلك بعد تحسين أوضاع الشركة آنذاك؛

- تقليل التكاليف لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة، مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.

3. مستعملو المشتقات المالية: هناك ثلاثة أنواع من مستعملي أسواق المشتقات، وهم:¹

- المتحوطون: يستعملون التحوط من خلال الدخول في صفقات لغرض حماية أعمالهم أو موجوداتهم ضد التغير في بعض الموجودات الأساسية. إذ تشتري الأدوات المالية المشتقة كتحوط ولضمان امتلاك قيمة موجبة في التحركات التي تحصل على الموجودات الأساسية؛

- المضاربون: هم من يتخذ موقع في الأدوات المالية والموجودات الأخرى مع اعتبار الحصول على أرباح من التغيرات الحاصلة على قيمة الموجود. فهم يقبلون بمخاطرة عالية مع توقع لمكافأة عالية؛

- المراجحون: إن عمل المراجعة هو استثمار الاختلافات في السعر لأدوات أو موجودات متشابهة. فالمراجح يشتري بالسعر المنخفض، ثم يبيع مباشرة بالسعر المرتفع لنفس السلعة، في سوقين مختلفين. والمراجحون يساعدون على التأكد من الكفاءة السعرية، لأن نشاطهم بالشراء والبيع السريع، يزيل تناقضات التسعير.

4. أنواع المشتقات: تقسم المشتقات إلى أنواع مختلفة، منها:

1.4. الخيارات: الخيار هو العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري، كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع، بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة. وله الحق كذلك في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.²

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية: عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، مرجع سابق، ص-ص: 340-341.

² حسني خربوش وآخرون، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، مرجع سابق، ص: 163.

2.4. عقود مستقبلية: العقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين، يتضمن شراء منتجات لم تنتج بشكل نهائي بعد، وبأسعار محددة مسبقاً، فالمشتري ملزم بشراء المنتج والبائع ملزم ببيعه. العقود المستقبلية هي عقود حقيقية تتم بين طرفين لشراء أصل معين، قد يكون إما سلعة أو أداة مالية، بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم ودفع القيمة مستقبلاً.

3.4. العقود الآجلة: العقد الآجل هو عقد يتم بين طرفين بغرض شراء أو بيع منتج حالياً، بسعر محدد حالياً، ليتم تسوية الدفع لاحقاً. تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً وبحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق. وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول، حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة، ولا يوجد سوقاً ثانوية. وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات.

4.4. المبادلات: تعرف المبادلات بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنياً وفقاً لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق. وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية، أو ربع سنوية، أو نصف سنوية...) تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال بالنسبة للعقود المستقبلية.¹

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق، ص: 83

خلاصة المحور السادس:

تداول في الأسواق المالية، أوراق مالية، تتمثل أساس في الأسهم، السندات والمشتقات المالية، لكل منها خصائصها، حيث تمثل الأسهم أداة ملكية في الشركة. وتقسم إلى نوعين؛ الأسهم العادية والأسهم الممتازة. الأسهم العادية أسهم تتميز بخاصيتين أساسيتين هما اعتبار حملة الأسهم هم آخر من يستوفون حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، أنهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة. بالإضافة إلى الحق في الاشتراك في الإدارة، الحق في نصيب من الأرباح الموزعة، أولوية الشراء للأسهم الجديدة، الحق في نقل الملكية، الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة. بينما الأسهم الممتازة هي أسهم تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات.

- يمثل السند دين على الشركة المصدرة له، تتعهد من خلال عقد الالتزام بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة إضافة إلى القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق المحدد مسبقاً. للسندات خصائص هامة كثبات واستمرارية العائد، مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق؛ فوائدها تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي؛ تتميز بحق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق، قابلية تحويلها إلى أسهم عادية.

- المشتقات من الأوراق المالية، التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود. فهي عالية المخاطر إلا أن بعضها قد يساهم في حماية المستثمرين من مخاطر التعامل المالي.

تقسم المشتقات إلى أنواع مختلفة، منها: الخيارات، عقود مستقبلية، العقود الآجلة، المبادلات

أسئلة المحور السادس:

- ما هو الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة للسهم؟
- ماهي أهم خصائص الأسهم الممتازة؟ وما يميزها عن الأسهم العادية؟
- ماهي مزايا الاستثمار في السندات؟
- ما أهمية المشتقات المالية؟ وماهي أنواع المشتقات المالية؟

المحور السابع

مفهوم محفظة الأوراق المالية

للاستثمار في الأوراق المالية هدف وهو تعظيم العائد وتقليل المخاطر، ولتحقق ذلك لا بد من توزيع مبلغ الاستثمار على مجموعة متنوعة من الأوراق المالية. وعليه نتناول في هذا المحور مفهوم محفظة الأوراق المالية، حيث نتطرق لتعريفها وأنواعها وضوابط ومحددات تكوينها، مع الإشارة إلى أن من المتعارف عليه، فمصطلح المحفظة الاستثمارية، قد يعنى به، الاستثمار في تشكيلة من الأسهم والسندات.

أولاً. مفهوم المحفظة الاستثمارية: يعتبر موضوع المحافظ الاستثمارية من العلوم المستجدة في الأسواق المالية، وجاءت كنتيجة حتمية لكبر حجم الأموال المراد توظيفها، وتهدف المحفظة الاستثمارية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عن طريق التنوع، الذي يركز عليه مبدأ المحفظة.

1. تعريف المحفظة الاستثمارية: كلمة محفظة تعني في الأصل كيس كبير أو صغير من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى¹. يطلق مصطلح المحفظة على مجموع ما يملكه الفرد المستثمر من الأسهم والمستندات والأصول الاستثمارية الأخرى، والهدف منها تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.²

وعليه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها تشكيلة من الأدوات الاستثمارية، التي تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات والمشتقات والودائع والقبولات والأذونات وحسابات الصرف الأجنبي، وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة والتحف الفنية، وكل ما يكرس للأغراض الاستثمارية وتحقيق الأرباح. . يتضح من هذا التعريف أن المحفظة الاستثمارية تعتمد في مدى فاعلية دورها، على ثلاثة عوامل رئيسية:³

- توليفة متنوعة من الأدوات، التي تتسم بجدواها الاقتصادية المرتفعة نسبياً؛

- إدارة تتميز بكفاءة عالية للأداء؛

¹غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص: 17

² سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، مرجع سابق، ص: 73

³ هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 222

- مناخ استثماري يتصف بالاستقرار العام وبوجود فرص متعددة.
2. أقسام المحفظة الاستثمارية: يمكن تقسيم المحفظة حسب الأصول المملوكة، إلى ثلاثة أقسام وهي:¹
- محافظ استثمارية تختص في الأصول المالية كألسهم والسندات والعملات الأجنبية وشهادات الابداع وغيرها؛
- محافظ استثمارية تختص في الأصول الحقيقية كالذهب والفضة والبلاطين وغيرها؛
- محافظ استثمارية مختلطة تختص بالأصول المالية والأصول الحقيقية أي أن رأس مال المحفظة يلجأ اليه المستثمرون نظراً لأنه يجمع ما بين الأصول المالية والأصول الحقيقية، لكي يتمكن المستثمر من التمتع بمزايا النوعين من الأصول.
3. أهداف المحفظة الاستثمارية: عادة ما تخضع المحفظة لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، هناك عدة أهداف تقع على عاتق الجهة المسؤولة عن إدارة المحافظ، ويمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأهداف فرعية. تتمثل الأهداف الأساسية لإدارة المحافظ، في تحقيق التالي:²
- تحقيق أقصى حد من العائد بأقل مخاطر؛
- تحقيق السيولة اللازمة للمؤسسة، خوفاً من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي.
- يمكن إيجاز الأهداف الفرعية فيما يلي:³
- المحافظة على الرأس المال الأصلي: تعتبر المحافظة على رأس المال الأصلي من أهم الأهداف، التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة الاستثمارية، أو القائم بإدارة المحفظة، فالمستثمر قد يتعرض لنوع من الخسارة نتيجة لانخفاض أسعار الأوراق المالية، أو يتعرض لدرجة عالية من المخاطرة نتيجة لما تتمتع به الأوراق المالية من درجة مخاطرة عالية، إلا أن ذلك يتطلب ألا يصل إلى رأس المال الأصلي،

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، الأردن، ط2، 2012، ص-ص: 185-186

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 20

³ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص-ص: 189-190

- فالمخاطرة إذن يجب أن تتمثل بنسبة معينة من العائد، حيث يتطلب أن يكون هناك نوع من التوازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس المال المستثمر في المحفظة؛
- استقرار تدفق الدخل: يعد استقرار تدفق الدخل، هدفا أساسيا من أهداف ادارة المحفظة الاستثمارية، ويتطلب من مدير المحفظة وخاصة الإدارة، المحافظة على التدفقات النقدية للمحافظ الاستثمارية، باعتبار الدخل مصدرا مهما للمساهمين في أصول المحفظة؛
 - النمو في رأس المال: يعتبر النمو في رأس المال أي زيادة رأس مال المحفظة، من أهم الأهداف التي تسعى إليها ادارة المحافظ الاستثمارية، أو المستثمرين بصفة عامة؛
 - التنوع: الهدف من عملية التنوع المتوازن، هو الحصول على أكبر العوائد وبأقل درجات المخاطرة؛
 - قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة: هذا يتطلب إيجاد طريقة، يمكن تحويل أصولها إلى سيولة أو نقدية بأقصى سرعة ممكنة، وبدون أن تتحمل في سبيل ذلك خسائر تؤثر على رأس مال المحفظة.

ثانيا. ماهية محفظة الأوراق المالية: قامت نظرية محفظة الأوراق المالية على علم الاقتصاد والإحصاء حيث اخذت بمفهوم المنفعة في الاختيار والتوزيعات الاحتمالية المختلفة للعائد، وقد ساعدت هذه النظرية في إمكانية قياس المخاطر في الاستثمار قياسا كميًا، ومن ثم فلم يعد المستثمر يعتمد على العائد المتوقع فقط، كأساس لاختيار السهم بل عليه أن يراعي أيضا عنصر المخاطرة.¹

1. تعريف محفظة الأوراق المالية: تعتبر المحفظة الأوراق المالية للاستثمار من أدوات الاستثمار المركبة، فهي تتكون على الأقل من ورقتين أو أكثر تختلف من حيث النوع؛ أسهم عادية، وأسهم ممتازة، وسندات، أو أية أوراق مالية أخرى.

2. أنواع محافظ الأوراق المالية: يوجد عدة أنواع لهذه المحافظ، منها:

- محافظ العائد: تركز محفظة العائد على الأوراق المالية التي تعطي دخلا نقديا عاليا، يحتفظ بها سواء أكان مصدر العائد من الفوائد، التي تدفع للسندات، أم التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 145

العادية. وعلى هذا فإن وظيفة محفظة العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت، والمستقر للمستثمر، وتخفيض المخاطر قدر الامكان. معظم الذين يفضلون محافظ العائد هم صغار المستثمرين، الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل الثابت، أو المستثمرون المحافظون الذين يتجنبون المخاطر، ولو كانت هذه المخاطر تنطوي على عوائد أكبر؛

- **محافظ النمو:** تركز هذه المحافظ على الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح، وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو، التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل؛

- **المحافظ المختلطة:** وهي المحفظة التي تجمع أسهما يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها لآخر بتحقيق الربح.

- **المحفظة المتوازنة:** يركز هذا النوع من المحافظ على الاستثمار في الأسهم العادية والممتازة والسندات، بهدف الحصول على عوائد رأسمالية بالإضافة إلى العوائد الإرادية الناتجة من التوزيعات النقدية لأرباح الأسهم، ومن فوائد السندات. تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها. وهو ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة، والطويلة الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد.

- **محفظة السوق:** محفظة السوق هي المحفظة التي تتكون من كافة المنتجات المالية المتاحة للمستثمرين في السوق المالية، بحيث يكون وزن كل منتج مالي في تلك المحفظة هو نسبة القيمة السوقية أو الرسالة له إلى القيمة السوقية لمجموع تلك المنتجات المتاحة؛

- **المحفظة الدولية:** تحتوي على أسهم وسندات وغيرها من الأدوات المالية من دول مختلفة، إضافة إلى الأدوات المالية المحلية. فالمحافظ الدولية تتيح التنوع الجغرافي وتنوع العملات، إضافة إلى تنوع الأصول المالية.¹

¹ جبار محفوظ، الأسواق المالية، ج3، مرجع سابق، ص-ص: 75-76

ثالثا. تكوين محفظة الأوراق المالية: تكوين محفظة في الأسهم والسندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه، ومدى استعداده لتقبل المخاطر، فلا بد من تحديد أهدافه الاستثمارية في الأسهم والسندات. ففي النظرية الاستثمارية في الأسهم والسندات، كلما ازدادت فرص الكسب ارتفعت درجة المخاطرة. ومن هنا لا بد من تحقيق توازن بين الاثنين¹. لجعل قرار الاستثمار في المحافظ ناجحا، على المستثمر اتباع القواعد الرئيسية التالية:

- **التخطيط للاستثمار:** يعتبر عنصر التخطيط للاستثمار من عوامل نجاح القرار الاستثماري، حيث اختيار الاستثمار طويل الأجل أفضل من المضاربة، أو بيع وشراء الأسهم في وقت قصير، برغم تحقيق عوائد عالية في بعض الحالات، لأن ذلك يحوي قدرا كبيرا من المخاطرة؛

- **تنويع الاستثمار:** هناك أسس مختلفة للتنويع، ومن أهمها تنويع جهة الاصدار وتنويع تواريخ الاستحقاق.

- **دقة المعلومات:** ينبغي على المستثمر الدقة في جمع المعلومات عن السندات أو الأسهم التي يرغب بشراءها، حيث تشمل هذه المعلومات على نشاط الشركة، أرباحها، بيئة عملها، الصناعة التي تتبعها، نوعية الإدارة....

لأن ذلك من شأنه أن يقلل أو يحد من المخاطر التي تتعرض لها عوائد الاستثمار خلال فترة زمنية معينة؛

- **مستوى المخاطرة:** يجب أن يعتمد بناء المحفظة المالية على أهداف المستثمر واحتياجاته الشخصية، فاذا رغب المستثمر بزيادة مدخراته أو تحقيق أرباح سريعة عن طريق المضاربة، فهذا الهدف يجب أن يكون المعيار الرئيسي في تكوين المحفظة المالية، ومستوى المخاطرة التي تتضمنها؛

¹ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، مرجع سابق، ص: 73

- توزيع الأموال: بالإضافة الى أهمية تحقيق تنوع في المحافظ في قطاعات عديدة، فانه من الضروري للمستثمر توزيع أمواله بطريقة متوازنة، بحيث يؤدي الانخفاض في أحد الأسهم الى افلاس محفظة الاستثمار¹.

يتطلب تكوين محفظة للأوراق المالية، الأخذ في الاعتبار مجموعة من الضوابط والمحددات، وهي:

1.3. ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية: يجب مراعاة جملة من الضوابط عند تكوين محفظة الأوراق المالية، منها:²

- ضوابط وقيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه مستثمراً لأمواله؛

- ضوابط وقيود مالية ورأسمالية: تتمثل في حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة، والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية؛

- ضوابط تسهيل المحفظة: يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل او بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في أجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعاً معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف؛

- ضوابط ضريبية: تعرض قوانين او تشريعات إعطاء مزايا او إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة، قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها؛

- ضوابط المخاطر: يقوم مدير المحفظة باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر.

2.3. محددات تكوين محفظة الأوراق المالية: هناك مجموعة من المحددات الداخلية، التي تلعب دوراً كبيراً في التأثير على فاعلية تكوين محفظة الاستثمار، وهي:

¹ قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص-ص: 192-194

² ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 134-135

- **النمو:** النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه الأصول المالية، خلال فترة زمنية من الاستثمار، فإذا كان المستثمر يرغب في الحصول على معدل نمو ثابت ومستقر، فقد يولي الاهتمام بالاستثمار بالأوراق المالية قصيرة الأجل. أما إذا كان يرغب بالحصول على معدل نمو عالي خلال مدة من الوقت، فعليه الاستثمار بالأوراق المالية طويلة الأجل أو في صناديق الاستثمار؛

- **العائد:** وهو الفائدة أو الربح على السهم، الذي يحصل عليه المستثمر من جراء استثماراته في الأوراق المالية، وأهمية العائد تختلف من فرد الى آخر حسب احتياجاته؛

- **المخاطرة:** تعتبر المخاطرة محددًا مهمًا للاستثمار، فدرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر، تختلف من فرد لآخر.

هذه المحددات سوف تتغير خلال فترة الاستثمار، ولذلك تتطلب دراستها وأخذها بالاعتبار عند بناء أو تكوين المحفظة الاستثمارية، لكي يكون قرار الاستثمار مبنيا على أسس صحيحة لتجنب مخاطر الاستثمار وتحقيق عوائد مناسبة.

خلاصة المحور السابع:

يهدف المستثمر في سوق الأوراق المالية إلى تحقيق أعلى عائد ممكن بأقل مخاطر، ولتحقيق ذلك لا بد من المفاضلة بين الأوراق المالية المتاحة للتداول في السوق، وتكوين تشكيلة متنوعة منها، وهو ما يعرف بمحفظة الأوراق المالية. فالمحفظة هي الوعاء الذي يحتوي على مجموعة من الأوراق المالية، الهدف من وجودها هو تنمية قيمتها السوقية أو الحصول على أرباح هذه الأوراق. وهناك عدة أنواع من المحافظ من أهمها؛ محافظ العائد، التي تركز محفظة العائد على الأوراق المالية التي تعطي دخلا نقديا عاليا. محافظ النمو، التي تركز على الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح. المحافظ المختلطة، تجمع أسهما يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها لآخر بتحقيق الربح. والمحفظة المتوازنة، التي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها. لكي يكون قرار الاستثمار سليما، على المستثمر اتباع القواعد الرئيسية التالية: التخطيط للاستثمار وتنوعه؛ توفر المعلومات الدقيقة و مستوى المخاطرة وتوزيع الأموال المستثمرة بطريقة متوازنة.

يجب مراعاة جملة من الضوابط عند تكوين محفظة الأوراق المالية، منها ضوابط زمنية، ضوابط وقيود مالية ورأسمالية، ضوابط تسييل المحفظة و ضوابط ضريبية؛ و ضوابط المخاطر.

تتأثر فاعلية تكوين محفظة الاستثمار، بمجموعة من المحددات الداخلية، وهي المعدل الذي تتزايد فيه الأصول المالية خلال فترة زمنية من الاستثمار، العائد، المتمثل في الفائدة أو الربح، الذي يحصل عليه المستثمر من جراء استثماراته في الأوراق المالية، ودرجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر، والتي تختلف من فرد لآخر.

أسئلة المحور السابع:

- ماهي محافظ الاستثمار؟ وماهي أقسامها؟
- عرف محفظة الأوراق المالية؟ وما هو الهدف منها؟
- ما هو الفرق بين محافظ العائد ومحافظ النمو؟
- عرف كلا من: محافظ السوق - المحافظ الدولية - محافظ المتوازنة
- ماهي ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية؟

المحور الثامن

مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

الهدف الرئيسي من الاستثمار هو تحقيق عائد على الأموال المستثمرة، ويصاحب هذا العائد درجة مخاطر معينة، تتمثل في تقلب العوائد المحتملة والناجمة عن عملية الاستثمار. وعليه نتطرق من خلال هذا المحور لمفهوم العائد وأنواعه وأساليب قياسه، ثم مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وأنواعها.

أولاً. مفهوم العائد: عملية الاستثمار هي عملية مجهددة ومكلفة من حيث الوقت والمال والجهد، لكن بالمقابل لها منافع عديدة، وهي العوائد المكتسبة من ذلك الاستثمار.

1. **تعريف العائد:** العائد هو المقابل الذي يطمح المستثمر، الى الحصول عليه في المستقبل، نظير استثماره لأمواله. يعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار، حيث أن الاحتفاظ بالأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة الفرصة البديلة. وهو أيضا عبارة عن الكسب الصافي الذي يحققه المستثمر نتيجة لاستثمار أمواله خلال مدة معينة. والعائد على الاستثمار في الأوراق المالية، قد يكون عائدا جاريا أو عائدا رأسماليا:¹

1.1. **العائد الجاري:** هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر خلال مدة الاستثمار، من تدفقات نقدية ناتجة عن توزيعات أرباح للأسهم التي يمتلكها، بمعنى إذا كان المستثمر لديه 100 سهم من إحدى الشركات، وقررت الشركة توزيع أرباح بواقع 2 دينار للسهم، فإن المستثمر سيحصل على عائد قدره 200 دينار (2×100)، وهكذا بالنسبة للسندات إذا كان المستثمر لديه سند قيمته الاسمية 1.000 دينار، ومعدل العائد على الكوبون 10 % من قيمة السند، فإن المستثمر سيحصل على فائدة قدرها (100 = 100/10 × 1.000)

يحصل المستثمر على العائد الجاري في حالة احتفاظه بالورقة المالية، لحين استحقاق هذا العائد، وقد يكون صفرا أو رقم موجب ولا يأخذ رقما سالبا.

2.1. **العائد الرأسمالي:** هو العائد الذي يتحقق نتيجة تغير للقيمة السوقية للورقة المالية، خلال فترة احتفاظ المستثمر بهذه الورقة.

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 82- 83

مثال: اشترى أحد المؤسسين سهما، قيمته 100 دولار في 2000/01/01، وبلغت قيمته السوقية في نهاية السنة، عندما قرر بيعه 120 دولار. هنا المستثمر قد حقق عائدا رأسمالية قدره = ثمن بيع الورقة المالية - ثمن الشراء. أي أن العائد الرأسمالي هنا يقدر بـ 20 دينار.

بصفة عامة ، العائد الرأسمالي إما يكون:

- موجبا، إذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة عند البيع، عن قيمتها عند الشراء؛

- صفرا، إذا لم يحدث تغير في سعر الورقة عن السعر الذي تم شراؤها به؛

- سالبا، إذا انخفض سعر الورقة المالية عند البيع، عن السعر الذي تم شراؤها به.

2. أشكال عوائد الاستثمار: تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة، وهي:

- **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، وحقوقه هي من حقوق المساهمين؛

- **الفوائد:** إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند. فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة؛

- **الأرباح الرأسمالية:** التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.

3. أنواع عوائد الاستثمار: يمكن تناول أهم انواع عوائد الاستثمار بالآتي:

- **العائد الفعلي:** هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا منهما. وتعرف العوائد الإرادية بأنها مقدار الزيادة التي حققها المستثمر في ثروته نتيجة لاحتفاظه بالسهم، أما العوائد الرأسمالية فهي التي تنتج عن بيع الأصل المستثمر. وتلقى العوائد الرأسمالية اهتمام بعض المستثمرين لأنها توفر لهم مصادر دخل جارية، بخلاف الدخل الناتج من هذه الاستثمارات،

وأيضاً لا تخضع للضرائب إلا في حالة تحققها، حيث لا يدفع المستثمر الضرائب عن الاستثمار الذي ارتفعت قيمته السوقية إلا في حالة البيع .

- **العائد المتوقع:** هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين، ولذلك يسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل. يتم قياس العوائد المتوقعة عن طريق ضرب كل عائد محتمل للمشروع في احتمال حدوثه، ثم جمع النتائج، وتكون النتيجة هي العائد المتوقع ويعبر عنه رياضياً بالمعادلة التالية :

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

- **العائد المطلوب:** هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار. فهو يمثل أدنى عائد يعرض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر في الاستثمار بنوع من أنواع الاستثمار المقترحة أمامه، إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، أما إذا كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه.¹

4. **قياس العائد:** يعتبر مقياس عائد فترة الاحتفاظ من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر، وبخاصة المستثمر الذي لديه محفظة مالية، حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية، ومن الممكن أن تكون فترة الاحتفاظ سنة أو أكثر من سنة أو أقل من سنة. فإذا كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة يحسب معدل العائد بفترة الاحتفاظ على النحو التالي:²

$$HY = \frac{A + (x_2 - x_1)}{x_1}$$

HY : عوائد فترة الاحتفاظ

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص-ص: 49-60

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 75

x_1 : سعر شراء السهم

x_2 : سعر بيع السهم

A : الأرباح السنوية الموزعة

يمكن التعبير عن العائد خلال فترة الاحتفاظ بالورقة إما في صورة رقم أو نسبة عشرية أو كسرية.¹

مثال: سهم يباع في السوق بمبلغ 4,5 دينار للسهم الواحد، ويعتقد أن سعره يصل في نهاية السنة إلى

6 دينار. فإذا تم توزيع أرباح 1 دينار في نهاية السنة، أحسب معدل عائد فترة الاحتفاظ؟

$$HY = \frac{A + (x_2 - x_1)}{x_1}$$

$$HY = \frac{1 + (6 - 4,5)}{4,5} = 0,55 \text{ أي } 55\%$$

أي: 55% من الدينار

وهذا يعني أن كل دينار من المبلغ المستثمر يكون المعدل العائد لفترة الاحتفاظ هو 55%،

أي: 0,55 دينار

ولو فرضنا ان فترة الاستثمار اقل من سنة وكان سعر السهم عند الشراء الان 4,5 دينار، ويتوقع أن

يكون سعره عند البيع 6 دينار فإن عوائد فترة الاحتفاظ خلال هذه الفترة، تحسب كما يلي:

$$HY = \frac{6 - 4,5}{4,5} = 0,33$$

أي أن كل دينار من المبلغ المستثمر يكون معدل عائد فترة الاحتفاظ هو 33% أو 0,33

دينار. حيث حصلنا على عائد أقل من الحالة الأولى وهذا واقع حيث ان معدل العائد يزيد مع زيادة

الفترة الزمنية.

أما إذا كانت فترة الاحتفاظ لمدة أكثر من سنة أي لعدد من السنوات. فإن معدل العائد

لفترة الاحتفاظ يحسب على النحو التالي:

$$HY = \frac{A + \frac{x_2 - x_1}{n}}{\frac{x_2 + x_1}{2}}$$

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 85.

حيث أن:

x_2 : سعر بيع السهم

x_1 : سعر شراء السهم

n : عدد السنوات التي تم احتفاظ السهم بها

A : الأرباح السنوية الموزعة

أي ان معدل العائد لفترة الاحتفاظ هو عبارة عن الأرباح الرأس مالية مقسومة على عدد السنوات، مضافا إليها الأرباح الموزعة. أي الكل مقسوم على معدل سعر الشراء مع سعر البيع.¹

ثانيا. مفهوم المخاطر: تنطوي عملية الاستثمار على مخاطر تتمثل في التذبذب المحتملة في العائد، وعليه نتناول تعريف المخاطر وأنواعها.

1. تعريف مخاطر الاستثمار: يمكن تعريف مخاطر الاستثمار على أنها: التقلبات المنتظمة أو غير المنتظمة، الدورية أو غير الدورية، الشاملة أو الجزئية التي تحدث في قيم الأصول الاستثمارية و، أو عوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الأسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستويين المحلي والدولي.²

كما تعني المخاطر في الاستثمار، احتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما احتمال توقع خسائر رأسمالية وهي من المبادئ المعروفة في الاستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد.

وعرفت بأنها حالة عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها الى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة. فمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية تعني التقلبات المحتملة للعائد من الأوراق المالية.

يمكن التمييز بين مفهومي المخاطر وعدم التأكد، إذ يعتمد الموضوع على درجة المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة فالمخاطر تصف موقفا ما يتوفر فيه متخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعد في وضع احتمالات متعددة (توزيع احتمالي) بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، أما عدم

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 76-77.

² هوشيار معروف كاكّا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص: 253

التأكد فإنه يصف موقفا لا يتوفر فيه لمتخذ القرار المعلومات التاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم عليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن ان يكون عليها التوزيع الاحتمالي لذلك يطلق عليها التوزيع الاحتمالي الشخصي.

وهكذا يبدو أن الفرق الجوهرى بين المخاطر وعدم التأكد، يكمن في الطريقة التي يتم بمقتضاها تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية.¹

المستثمر سوف يعمل دائما على تجنب الخطر والمستثمر الذي يتجنب الخطر، لن يرضى بقبول أي مستوى من الخطر، إلا إذا توقع الحصول على عائد كافى للتعويض عن هذا الخطر. معنى ذلك اننا يجب ان نتوقع أن يتجه المستثمرين نحو الخطر في حالة الرغبة في الحصول على عوائد مرتفعة، حيث لا يوجد عائد مرتفع لا تصاحبه خطورة مرتفعة.

المستثمر سوف يتعامل مع الخطر، من خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة، لاختيار المستوى المقبول من وجهة نظر المستثمر، حيث يتجه بعض المستثمرين نحو تحمل مستويات مرتفعة من الخطر، على أمل تحقيق مستوى مرتفع من العائد، في حين لا يرغب مستثمرون آخرون في تحمل مخاطر مرتفعة، ولا يتوقعون أيضا الحصول على عائد كبير . فجميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد، ولكنهم يختلفون فيما بينهم، فيما يختص بمستوى الخطر المقبول.

2. أنواع مخاطر الاستثمار: تتعدد مخاطر الاستثمار، وهي ترتبط عموما بعدم التأكد الذي يحيط بنتائج الأهداف المستقبلية، ويمكن تقسيم المخاطر الكلية الى نوعين، هما:²

1.2. المخاطر المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري، والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق. وهذه المخاطر لا يمكن ازالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات، لأنها تتعلق بنظام السوق ككل، وليس بشركة معينة او صناعة معينة . يتضح مما سبق أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي

¹ جمال الدين برقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، دار الحامد، الأردن، ط1، 2016، ص: 45

² قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص: 64-66.

تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون استثناء، وبالتالي فهي مخاطر عامة شاملة لجميع الاستثمارات. وتتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل نذكر منها:

• **أسعار الفائدة:** هي التغيرات التي تحدث في العائد على الورقة المالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث ان العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية. حيث أن سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد المصارف مثلا، مما سيدر عليه عائدا أعلى مما يحققه في الاستثمار في الأوراق المالية. درجة تأثير أسعار الفائدة يختلف باختلاف الفترة الزمنية فالأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات أطول تتأثر بتغير أسعار الفائدة أكثر من الأوراق المالية التي يكون موعد استحقاقها لفترات زمنية أقصر.

• **عامل التضخم:** التضخم هو التغير في القدرة الشرائية للعملة، فاذا كان معدل التضخم مرتفعا فان هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، وينتج عن هذا تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين لو ارتفعت معدلات التضخم.

وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلا أكثر تأثرا بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فاذا ارتفعت معدلات التضخم فان القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تنخفض مما يؤدي الى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد؛

• **عوامل السوق:** تؤثر حركة السوق على عوائد الاستثمار وذلك نتيجة للمخاطر التي تصيب الشركات بصفة عامة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها، وهذه العوامل تؤثر في سلوك المستثمر حيث ينتقل هذا الأسلوب الى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير، وهذا التغير في الأسعار يحمل معه مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة لمستوى الأسعار في

المستقبل، فقد تتعرض السوق الى فترات انخفاض للأسعار تستمر لأسابيع أو أشهر أو ربما لسنوات وأحيانا يتعرض السوق الى ارتفاع في الأسعار أيضا قد يكون لفترات قصيرة أو طويلة؛

• **تغير المناخ العام:** يقصد به احتمال وقوع بعض الاحداث المهمة محليا أو عالميا. مثال ذلك اجراء تغيرات جوهريه في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها او لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو وفاة احدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي. فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة، وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها؛

2.2. **المخاطر غير المنتظمة:** عبارة عن المخاطر التي تؤثر على شركة معينة أو صناعة معينة أو تنفرد بها ورقة مالية معينة ولا تؤثر على نظام السوق ككل. وتكون هذه المخاطر مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وبالتالي فهي المخاطر التي يمكن التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات. وتتأثر المخاطر غير المنتظمة بالعديد من العوامل نذكر منها:

• **الظروف الصناعية:** وهي تنشأ من ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة، وظهور منافسين جدد، او عدم قدرة الشركة على منافسة الشركات الأخرى، وكذلك صعوبة توفير المواد الخام، وهو ما يترك أثره على التدفقات النقدية للشركة؛

• **سوء الإدارة:** ان القرارات الخاطئة التي تتسبب فيها ادارة الشركة، تؤدي الى حدوث آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة فقد يؤثر على أرباح الشركة، وأيضا الاختلاف بين المصالح والأهداف، فيما بين المستثمرين والإدارة، يعد من أحد أسباب التغيرات في العوائد، كما تؤثر المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة، أو المشاكل التي تنتج من موظفي الشركة كإضرابات العمال ؛

- الدورات التجارية الخاصة: يقصد به احتمال تقلب الحالة الاقتصادية الخاصة بالشركة من كساد الى رواج، ثم من رواج الى كساد، أو صناعة معينة، وتؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للاقتراح الاستثماري وعلى صافي القيمة الحالية للاقتراح الاستثماري بالتبعية.

خلاصة المحور الثامن:

يعتبر العائد الهدف الرئيسي من الاستثمار، وهو الكسب الصافي الذي يحققه المستثمر نتيجة لاستثمار أمواله خلال مدة معينة. قد يكون عائدا جاريا أو عائدا رأسماليا. تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة وهي توزيعات الأرباح، الفوائد، والأرباح الرأسمالية. ومن أنواع عوائد الاستثمار، العائد الفعلي، يحققه المستثمر فعلا نتيجة لامتلاكه أو بيعه للورقة المالية، العائد المتوقع والعائد المطلوب، الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه، وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها استثماره. يمكن قياس العائد بمقياس عائد فترة الاحتفاظ، حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو للمستثمر، خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية، ويمكن التعبير عنه إما في صورة رقم أو نسبة عشرية أو كسرية.

قد يواجه المستثمر تقلبات في قيمة العوائد أو في نسبتها الى رأس المال المستثمر، وتلك تمثل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وهي من المبادئ المعروفة في الاستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد. تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة تقع على السوق بشكل عام، لا يمكن السيطرة عليها. ومخاطر غير منتظمة خاصة، تصيب قطاع أو شركة ما، يمكن التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات. تتأثر المخاطر المنتظمة بالعديد من العوامل منها: أسعار الفائدة، عامل التضخم، عوامل السوق، تغير المناخ العام. بينما تتأثر المخاطر غير المنتظمة بالظروف الصناعية، سوء الإدارة، والدورات التجارية.

أسئلة المحور الثامن:

- ما هو تعريف العائد ؟ وماهي أشكاله؟
 عرف كلاً من: العائد الجاري- العائد الرأسمالي- العائد الفعلي- العائد المتوقع- العائد المطلوب.

- ماهي مخاطر الاستثمار الكلية؟
 - هل يمكن التقليل من مخاطر الاستثمار؟

المحور التاسع

تسيير محفظة الأوراق المالية

الهدف من تكوين محفظة الأوراق المالية هو تحقيق عوائد، على الاستثمار وتقليل المخاطر قدر الامكان، مما يتطلب القيام بأنشطة مختلفة تتمثل في التخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة وصنع القرار. يمكن أن يتولى ذلك إدارة واحدة معتمدة تعمل على بناء استراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من استثمار الأوراق المعنية في ظل مناخ استثماري ملائم تتوافق فيه الفرص المرحة . ومنه ستعرض خلال هذا المحور المفاهيم العامة المتعلقة بعملية تسيير محفظة الاوراق المالية، وأسسها، ومحاولة توضيحها في نموذج عام، بالإضافة إلى التطرق لأهم السياسات المتبعة في مجال تسيير محفظة الأوراق المالية.

أولاً. مفهوم تسيير المحفظة: الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب معارف وخبرات ذات كفاءة عالية، ومعلومات واسعة ودقيقة، يمكن أن يقوم بها فرد أو إدارة متخصصة في ذلك.

1. **تعريف تسيير المحفظة:** تعرف عملية تسيير المحافظ على المستوى البسيط بكلمتي المحفظة وتسيير،. والمحفظة بحد ذاتها لها شخصية معنوية مميزة وليست فقط مجموعة مكونات أوراق مالية مختلفة، والتسيير هنا جميع النشاطات المتعلقة بمحاولة تحقيق الهدف المعين للمحفظة وبشكل ملائم، وهي التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة. أما المستوى الآخر وهو المستوى المتقدم، فيعتبر عملية إدارة المحافظ عملية صنع قرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار.¹

2. **أهمية تسيير المحافظ :** ظهرت أهمية تسيير المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية، وذلك للأسباب التالية:²

- تدفق رأس المال إلى مختلف المؤسسات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه التدفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات؛
- توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وخصوصا الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثا زاد الاستثمار في العقارات؛
- انصب اهتمام المستثمرين إلى الربح السريع، مما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف. فالمسير الجيد الناجح هو الذي يستطيع أن يحقق أعلى عائد وكذلك أن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد ويمكن ان تحمي المنشأة من العسر المالي.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 39

² نفس المرجع ، ص-ص: 19-20

3. أسس تسيير محفظة الأوراق المالية: بعد تكوين المحفظة يتعين تسييرها بأسلوب ناجح، يأخذ بعين الاعتبار التركيز على بعض الأسس، لتحقيق اهدافها الرئيسية، ونذكر من هذه الأسس:¹

- **التخطيط:** ونعني به دراسة المؤسسات والأسهم، والمفاضلة بينها من خلال دراسة العوائد والمخاطر، لتعظيم العوائد وتقليل المخاطر قدر الإمكان. كما يجب اختيار الأسهم التي تحقق نمواً في رأس المال وتضمن دخولا مستمرة وتزيد قيمتها مع الزمن وتلاءم وحاجات المستثمر بالنظر للأهداف إن كانت قصيرة الأجل أو طويلة الأجل؛

- **التحفظ والتعقل:** على المستثمر ان يكون عقلانيا رشيدا في اتخاذ قراره الاستثماري، فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة؛

- **التوقيت:** نعني به اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق او الخروج منه، فلا يشتري إلا عند انخفاض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وان الأسعار كثيرة التقلب. وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العلمية. على ان يتزامن قرار البيع او الشراء او الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية؛

- **المراقبة والمتابعة:** يجب على المستثمر متابعة مراقبة الأسهم، فبيعهها إذا شعر أن الأسعار ستخفض، حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة، وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معا وقوى العرض والطلب كذلك، فيحقق بذلك معدل دوران جيد، من خلال احتفاظه بالاستثمارات الناجعة وتنازله عن الاستثمارات الخاسرة. وبالتالي يجب الاستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب اوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمر بها.

4. قرارات المحفظة الاستثمارية: أهم القرارات التي تتخذها إدارة المحفظة هي، كما يلي:²

1.4. قرار المزج أو تنويع الأصول: في حال حوّن المحفظة الاستثمارية تتكون من عدد من الأدوات الاستثمارية فإن أي تغيير في أسعار وعوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤثرا على عوائد المحفظة ككل، خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة منها المحفظة سالبا.

¹ جمال الدين بوقوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 162-163

² شقيرى نوري موسى وآخرون إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012، ص-ص: 166-167

فكلما زاد عدد الأوراق المالية المكونة منها المحفظة الاستثمارية انخفضت المخاطر الكلية، وكان بالإمكان تجنب المخاطر غير النظامية. (تنخفض وتقترب من الصفر)

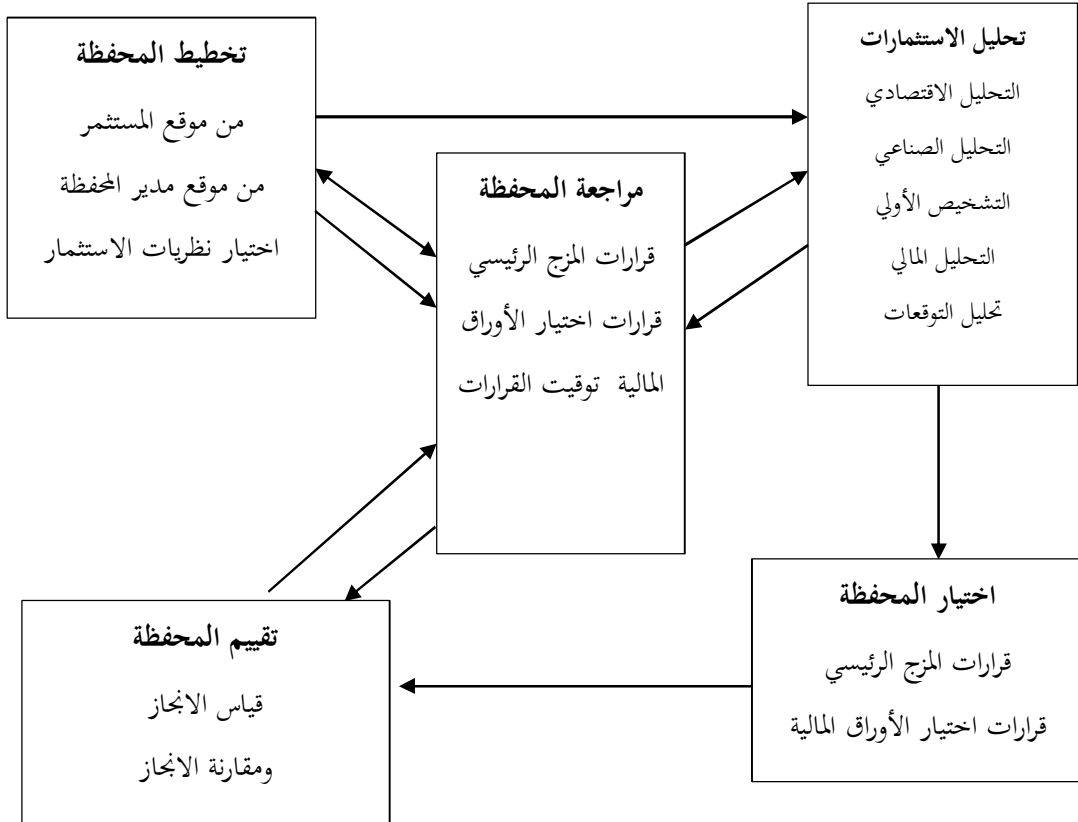
2.4. اختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة للمحفظة: تعد عملية انتقاء الأوراق المالية التي ستتكون منها المحفظة من اهم الخطوات بعد تحديد رأس مال المحفظة، وتحديد النسبة المئوية (الوزن النسبي) لكل ورقة، وحتى نستطيع اختيار الأدوات أو الأوراق المالية وضمها إلى المحفظة الاستثمارية لا بد من معرفة طبيعة الشركة التي نحن بصدد شراء أسهمها من حيث منتجاتها وإمكانيات التوسع المستقبلي، وكفاءة إدارة الشركة، وحجم الأرباح ، ومدى تأثير الشركة بالقرارات الحكومية، وسعر سهمها بالسوق، ونسبة النمو في سعر السهم، ومدى تأثير الشركة بالدورات الاقتصادية ...

بالإضافة إلى تحليل البيئة الخارجية كالعائد المتوقع، ورغبة المستثمر، ودرجة المخاطر، وبناء عليه يكون القرار.

3.4. قرار التوقيت الاستثماري: إن اتخاذ قرار البيع أو قرار الشراء من القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية، فالتحليل الأساسي يبين لنا ماذا نشترى والتحليل الفني يبين لنا متى نشترى.

ثانيا. الاطار العام لتسيير المحفظة: يعتمد في عملية تسيير المحافظ المالية واتخاذ القرارات بشأنها، على قدر كبير من المعلومات المتغيرة ومتداخلة، فمنها معلومات ترتبط بأهداف المستثمر وامكانياته، ومنها ما يرتبط بالأوراق المالية وما يحيط بها من عوامل متعددة مؤثرة، مما يجعل عملية تسيير المحافظ عملية صعبة، لكن تم وضع إطار عام لإدارة المحافظ يمكن تطبيقه في جميع أنواع المحافظ، يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (9-1) : الاطار العام لتسيير المحافظ المالية



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 43

يتضمن الاطار العام لتسيير المحافظ مجموعة من الخطوات المتسلسلة والمتناسقة، وهي تخطيط

المحفظة، تحليل الاستثمارات، اختيار المحفظة، تقييم ومراجعة المحفظة، وفيما يلي عرض مفصل لها:¹

1. **تخطيط المحفظة:** التخطيط هو عبارة عن تحديد الأهداف التي تسعى لتحقيقها الادارة والوسيلة

لتحقيق هذه الأهداف . ومن خلال تخطيط المحفظة يمكن تحديد:

– موقع المستثمر؛

– موقع مدير المحفظة؛

– قياس الاستثمار أو تحديد النظريات الاستثمارية المستعملة، لتحقيق أهداف المحفظة.

2. **تحليل الاستثمارات:** يوجد نوعان من التحليل المتعلق في الاستثمار، الأول وهو التحليل

الأساسي، الذي يقوم بتحليل المعلومات المالية والاقتصادية من اجل التنبؤ في أرباح المحفظة والمخاطر

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 45-67

المصاحبة لهذه الأرباح. أما النوع الثاني من التحليل وهو التحليل الفني وهو الذي يقوم على تحليل المعلومات التاريخية والتغيرات التي طرأت على أسعار الأسهم لسنوات سابقة من أجل إيجاد نمط لتغيرات الأسعار لسنوات قادمة.

3. اختيار المحفظة: وهي الخطوة الأولى العملية في تأسيس وإدارة المحفظة، حيث تتكون هذه المرحلة من عنصرين رئيسيين، هما:

- قرارات المزج الرئيسي: يقصد بها توزيع رأس المال إلى أنواع رئيسية من الاستثمارات ثم توزيع آخر إلى استثمارات فرعية متخصصة. إن قرارات المزج الرئيسي تأخذ عمليات قبل اختيار الأوراق المالية حيث يتم توزيع رأس المال على الأسهم والسندات ويخصص جزء يبقى كنفدية يخصص الطوارئ أو صفقات سريعة ويعتمد في توزيع رأس المال على نوعية المحفظة ، لذا يعتمد توزيع رأس المال على التحليل الاقتصادي والصناعي والمالي، وتأخذ قرارات المزج الرئيسي من أعلى مستوى من الادارة، ليكون إما من مجلس الإدارة أو من المدير العام للمؤسسة؛

- اختيار الأوراق المالية: يتم اختيار الأوراق المالية بناء على توزيع رأس المال، وذلك من خلال قرارات المزج الرئيسي واعتمادا على الدراسات السابقة وهي التخطيط وتحليل الاستثمارات حيث يتم الشراء وتركيب الأصول الأساسية للمحفظة الاستثمارية.

4. تقييم المحفظة: يتعلق هذا العنصر بفحص القيمة السوقية لأصول المحفظة خلال فترة زمنية، وذلك للتأكد من ان القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر إلى حد ما، وكذلك تم تطبيق مقاييس ونظريات الاستثمار على الأساس السليم. ويتم تقييم المحفظة بخطوتين:

- قياس الانجاز: يتم قياس الانجاز على ورقة مالية واحدة او مجموعة من الأوراق المالية وفي كلتا الحالتين يعتمد على فحص القيمة السوقية للأوراق المالية في فترة زمنية معينة مع مقارنتها بفترة زمنية سابقة، حيث يستطيع مدير المحفظة معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة إلى أخرى؛

- مقارنة الانجاز: وهي محاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة وعلى مدى نجاح هذه القرارات قفي تحقيق زيادة في ثروة المحفظة، ويمكن أن يتم ذلك بوساطة المقارنة بين هذه المحفظة ومخافظ أخرى أو المقارنة بمعايير عامة تقدمها بعض شركات الخبرة أو يمكن مقارنتها بمعدلات السوق.

5. **مراجعة المحفظة:** تعتبر عملية مراجعة وتنقيح المحفظة ، المركز الرئيسي لعمل وإدارة المحفظة، حيث يمكن ان تصدر قرارات الشراء أو البيع كل يوم أو كل أسبوع وكل شهر، وهذا العنصر يمكن ان تعود لإعادة التحليل الاستثماري ، أو تعود وتغير قرارات المزج الرئيسي واختيار المحفظة. ويمكن تحديد الاختلاف بين المراجعة واختيار المحفظة بما يلي:

- اهتمام عملية اختيار المحفظة بالشراء فقط بينما اهتمام عملية الراجعة بالشراء والبيع؛

- في عملية الاختبار تعتبر النقدية جزء وعنصرا من إدارة المحافظ، أما في عملية المراجعة فتعتبر النقدية مبلغا جاهزا للاستعمال، ومن الممكن أن يزداد أو ينقص حسب حاجة المحفظة أو حسب وضع السوق أي يمكن تحويل جميع النقل إلى أسهم أو سندات في هذه المرحلة.

ثالثا. سياسات تسيير المحفظة: توجد عدة سياسات يؤدي اتباعها، إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية، ومن أهم هذه السياسات:¹

1. **سياسة المخاطر أو الهجوم:** تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحا عالية ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثيرها الشديد في المتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقا في اتخاذ قراراته خوفا من الوقوع في الخسائر. ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وازدهار حيث ان الأسهم الخطرة تحقق أرباحا اعلى، وذلك لأنها سريعة التأثير في التغيرات الاقتصادية. فهي تحقق أرباحا عالية في حالة الرواج كما وتحقق أرباحا قليلة أو خسائر في حالة كساد؛

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 24-25

2. السياسات المتحفظة أو الدفاعية: تهدف هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات والأسهم المختارة حيث لا مخاطرة بها وان معدل الفائدة محدد والعائد ثابتا. ويمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث ان هذه الشركات لا تتأثر كثيرا في التغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق المال وخصوصا سوق الأوراق المالية. يفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد وركود حيث ان أسهم الشركات الكبيرة القوية يكون تأثرها قليلا بالتغيرات الاقتصادية لذا سيكون هبوط أسعارها أقل بكثير من هبوط أسعار الشركات النامية؛

3. السياسات المتوازنة: عبارة عن سياسات مشتركة ما بين المخاطر أو الهجومية والمتحفظة أو الدفاعية. تقوم إدارة المحافظ عند إتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المال إلى قسمين: قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتغير بتقلبات السوق. ويمكن أن تكون إدارة هذه المحافظ مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال ما بين الدفاعي والهجومى، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية. ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.

خلاصة المحور التاسع:

يتعين تسيير محفظة الأوراق المالية بأسلوب ملائم، لتحقيق الهدف المحدد للمحفظة، ويتطلب التركيز على بعض الأسس من أهمها التخطيط، التحفظ والتعقل، التوقيت، المراقبة والمتابعة. عملية تسيير المحافظ عملية صعبة، لكن تم وضع إطار عام لتسيير المحافظ يمكن تطبيقه في جميع أنواع المحافظ، لاتخاذ قرار سليم وصائب، وهو يشمل مجموعة من الخطوات المتسلسلة والمتناسقة، وهي تخطيط المحفظة، تحليل الاستثمارات، اختيار المحفظة، تقييم ومراجعة المحفظة. توجد عدة سياسات يؤدي اتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية، ومن أهم هذه السياسات: سياسة الهجوم، التي تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية، لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحا عالية، السياسات المتحفظة أو الدفاعية، وهي تهدف لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة. والسياسات المتوازنة، هي عبارة عن سياسات مشتركة ما السياستين السابقتين.

أسئلة المحور التاسع:

- ما هو هدف تسيير محافظ الأوراق المالية؟
- ماهي الأسس المعتمدة في تسيير محفظة الأوراق المالية؟
- ماهي خطوات تسيير محافظ الأوراق المالية؟
- ما هي سياسات تسيير محافظ الأوراق المالية؟ وما هو هدف كل منها؟

المحور العاشر

مفهوم محفظة الأوراق المالية المثلى

مفهوم المحفظة المثلى مفهوم نسبي، لذا من الصعب تحديد نموذج عام وموحد، يحدد صفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وقد بنى العالم الأمريكي Markowitz نظرية المحفظة اعتماداً على علاقة العائد بالمخاطر، وقد اعتمد في بناء هذه النظرية على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، وينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين، يوضح ميله وسلوكه تجاه عائد الاستثمار، ومن ثم اتجاه مخاطر الاستثمار.

أولاً. تعريف المحفظة المثلى: أي استثمار له وجهان هما العائد والمخاطرة، فكذلك بالنسبة لمحفظة الاستثمار، وهنا يمكن تقسيم المحفظة من منظور العائد والمخاطرة إلى نوعين هما:¹

1. المحفظة الكفاء: وهي المحفظة التي تحقق أعلى عائد متوقع في ظل مستوى مخاطرة معين. وهي المحفظة التي تحقق أدنى مستوى من المخاطر في ظل مستوى معين للعائد المتوقع. والمحفظة الكفاء هي التي يختارها المستثمر الذي يتجنب المخاطرة، وهي التي يطلق عليها أيضاً مبدأ السيادة في الاستثمار، ومبدأ السيادة يعني أنه في ظل مستوى معين للمخاطرة، فإن الاستثمار أو الاستثمارات ذات العائد الأعلى تسود باقي الاستثمارات، وفي ظل مستوى معين للعائد المتوقع فإن الاستثمار أو الاستثمارات ذات المخاطر الأقل تسود باقي الاستثمارات؛

2. المحفظة المثلى: تختلف المحفظة المثلى من مستثمر لآخر، أي أن لكل مستثمر محفظة استثمار تعتبر "مثلى" بالنسبة له، حيث يتوقف ذلك على درجة ميل المستثمر إلى المخاطرة، فالمستثمر الذي يميل إلى المخاطرة من أجل تحقيق عائد مرتفع، سوف يختار محفظة استثمار ذات مخاطر أعلى، من تلك التي يختارها المستثمر الذي لا يميل بنفس الدرجة إلى المخاطرة، ويقنع بعائد منخفض نسبياً.

بالتالي يمكن تعريف المحفظة المثلى بأنها المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة، من الأصول والأدوات الاستثمارية، التي تجعلها أكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر أو من يتولى إدارتها.² وللمحفظة الاستثمارية المثلى بعض الصفات العامة والمتمثلة في الآتي:³

¹ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص-ص: 168-169

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص: 194

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 111

- تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العائد والمخاطر؛
 - تتسم أصولها بقدر كاف من التنويع الايجابي، مع مراعاة ألا تقتصر أهداف إدارة المحفظة، على مجرد تنويع أصولها فقط، بل تشمل أيضا التنويع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها، بما في ذلك آجال هذه الأدوات والعملات الأجنبية بها، وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم هذه المخاطر، من غير التعرض لها؛
 - تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة أو القابلية للتسوق، مما يوفر لإدارتها ميزة المرونة، التي تمكنها من إجراء تعديلات جوهرية، تراها إدارة المحفظة ضرورية بأقل قدر من الخسائر.
3. **تحديد المحفظة المثلى:** من خلال القدرة التحليلية لمسير المحفظة، وكذلك قدرته على ربط الأمور ببعضها البعض كنتائج التحليل الأساسي والتحليل المالي والفني، وقراءة الأحداث المعلن عنها داخل السوق، والربط بينها وبين التغيرات التي تحدث في السعر، يستطيع تكوين محفظة تعرف بمحفظة ذات الكفاءة العالية، التي يمكن للمستثمر أو مدير المحفظة عن طريقها تحديد المحفظة المثلى للاستثمار، وهي تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى خطر محدد، أي أنها محفظة تعتمد على التفضيل بين العائد والخطر، فكلما زاد العائد زاد الخطر، وكلما قل العائد قل الخطر أي هناك علاقة طردية بين الخطر والعائد، ويطلق على محفظة الاستثمار المثلى محفظة السوق حيث أنها تشمل على كافة فرص الاستثمار الناتجة داخل السوق، ومن خلال ما يلي يمكن حساب العائد المتوقع على المحفظة مرتفعة الكفاءة:¹

العائد المتوقع على المحفظة ذات الكفاءة العالية = العائد عديم الخطر - علاوة الخطر

يمكن حساب علاوة الخطر عن طريق المعادلة التالية:

$$\text{علاوة الخطر} = \frac{\text{عائد السوق} - \text{عائد الورقة}}{\text{الانحراف المعياري للسوق}}$$

¹ محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011، ص: 437

ومن مبادئ بناء محفظة مثلى:¹

- اختيار المحفظة ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي العائد؛

- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة؛

- اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.

ثانيا. التوازن بين العائد والمخاطرة: تناولنا سابقا كيفية قياس العائد، من الاستثمار في الأوراق المالية، والأنواع المختلفة للمخاطر، التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار، وسنركز في هذا الجزء على علاقة العائد بالمخاطرة.

1. تحديد العائد المطلوب: يتم تحديد العائد المطلوب تحقيقه من استثمار معين، استنادا إلى درجة المخاطرة التي يحتويها هذا الاستثمار، وهي المخاطر الكلية.

1.1. قياس المخاطر: عند المفاضلة بين عدة أنواع من الأوراق المالية، يفضل قياس درجة المخاطرة في كل منها على حدى، فالمستثمرون لا يميلون إلى الاستثمارات ذات المخاطر العالية، حتى وإن كانت تحقق عائد مرتفع، ويفيد قياس المخاطر في ترتيب الاستثمارات المتاحة طبقا لدرجة المرتبطة بكل منها، مما يمكن المستثمر من اختيار ما يناسبه منها، ويتم قياس المخاطر باستخدام الأساليب الاحصائية². أقرب مقياس لقياس المخاطرة للسهم الواحد هو التشتت، حيث يقيس هذا المعيار مقدار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد، بالإضافة إلى أن التشتت يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري وهو عبارة عن الجذر التربيعي للتشتت، ويعتبر التشتت والانحراف المعياري أفضل معيار لقياس المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر السهم الواحد، أما المخاطر المنتظمة فيمكن قياسها بواسطة بيتا. وعليه نتناول بالتفصيل قياس المخاطر:³

- التشتت والانحراف المعياري: يعني بعد المفردات عن المعدل العام، حيث يقاس بالمعادلة الرياضية التالية:

¹ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 131

² حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 151

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص-ص: 82-86

$$Var = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i)^2}{n}$$

حيث أن:

x_i : عائد السهم (1، 2، 3،، إلى n

\bar{x}_i : معدل عائد السهم لـ n من السنوات

أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتشتت أي: الانحراف المعياري = $\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i)^2}{n}}$

- بيتا β : تمثل سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد، حيث تختلف من سهم إلى آخر وكل سهم له بيتا تقيم سرعة تأثير هذا السهم ومقدار تأثيره في مخاطر السوق وهي المخاطر العامة أي المنتظمة. وقد طور هذا المعامل العالم Sharpe، من خلال معادلة خط الانحدار أو التحليل الاحصائي. حيث تم تطبيق هذه المعادلة على سلوك السهم في السوق، وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$\Delta x_i = a + b\Delta x_j + c$$

حيث أن:

Δx_i : معدل التغير في العائد على الاستثمار المتوقع من السهم أو المحفظة الاستثمارية؛

Δx_j : معدل عائد السوق أو متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية

a : مقدار ثابت وهي نقطة تقاطع خط الانحدار مع المحور العمومي ويمثل في المعادلة معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

c : معامل خطأ المعادلة الناتج عن تقدير المتغيرات التي تؤثر على معدل عائد السهم ومعدل عائد السوق؛

b : تمثل درجة حساسية السهم أو المحفظة للمخاطر السوقية، فإذا زادت b يزيد معدل التغير في عائد السهم .

حيث نلاحظ أن معدل عائد السهم يعتمد على درجة التغير في b .

حيث يمكن اختصار المعادلة السابقة إلى:

$$\Delta x_i = b\Delta x_j$$

أي أن التغير في معدل عائد السهم أو المحفظة يعتمد على معامل b وكذلك التغير في معدل عائد

السوق. لهذا اعتبرت بيتا هي أفضل مقياس لقياس مخاطر السوق، والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية ولكن

$$B_j = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)}$$

بنسب متفاوتة، لهذا هناك قيمة بيتا لكل سهم. فأي تغير في معدل عائد السوق، سيتأثر معدل عائد السهم اعتمادا على مقدار بيتا .
ويمكن قياس معامل بيتا بالطرق التالية:

$$\text{بيتا السهم} = \frac{\text{التغاير ما بين عائد السهم و عائد السوق}}{\text{تششت عائد السوق}}$$

$$\beta = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_i) (x_j - \bar{x}_j) / n - 1}{\frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}_j)^2}{n}}$$

حيث أن:

B_j : بيتا السهم

Cov: التغاير ما بين السهم والسوق

R_i : عائد السهم

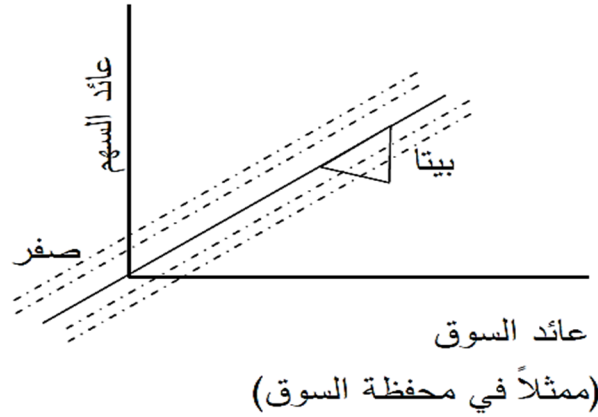
R_m : عائد السوق

x_i : معدل عائد السهم \bar{x}_i معدل عائد السهم لـ n من السنوات

x_j : معدل عائد السوق \bar{x}_j معدل عائد السوق لـ n من السنوات

2.1. تحديد معدل العائد المطلوب: يمكن تحديد معدل العائد المطلوب بالنسبة لاستثمار معين، عن طريق ما يعرف بمعامل بيتا، وهذا المعامل عبارة عن مقياس للمخاطر المنتظمة، ويمكن تقدير معامل بيتا باستخدام البيانات التاريخية لكل من عائد السهم موضع الدراسة وعائد السوق، أو ما يطلق عليه "محفظة السوق"، عائد كل منهما عن خمس سنوات أو أكثر. وعن طريق تحليل الانحدار لكل من عائد السهم وعائد السوق، يمكن تقدير معامل بيتا لهذا السهم، كما يتضح من الشكل التالي:

الشكل رقم (1-10): تقدير معامل بيتا عن طريق الانحدار



المصدر: حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 160

من خلال الشكل رقم (1-10) يتضح أن الانحدار يمثل معامل بيتا للسهم موضع الدراسة، ويعني ذلك مقدار التغير في عائد السهم مقابل تغير معين في عائد محفظة السوق، وحيث أن التغير في العائد يعبر عن المخاطرة، فإن قيمة بيتا تمثل درجة المخاطرة النسبية للسهم، أي بالمقارنة مع مخاطر محفظة السوق، ويمكن تلخيص هذه العلاقة في الجدول التالي:

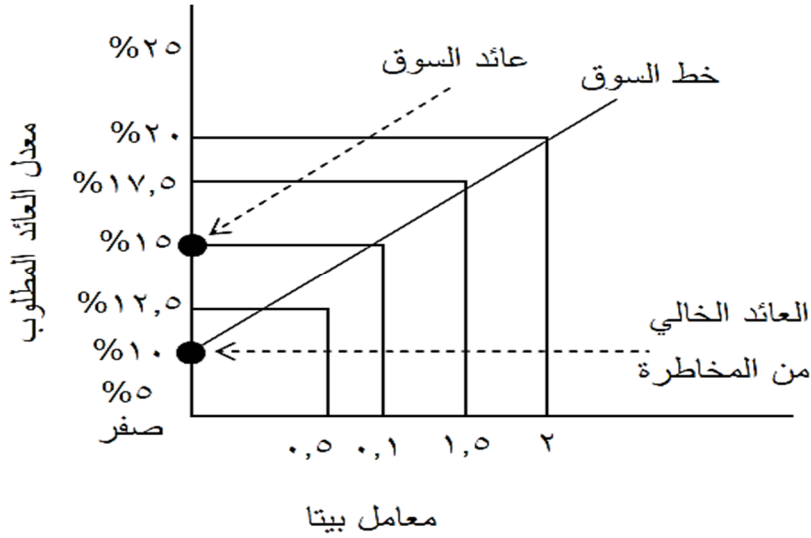
الجدول رقم (1-10): تفسير معامل بيتا للسهم

دلالاتها	قيمة بيتا
السهم أكثر مخاطرة من محفظة السوق، وبالتالي يجب أن يحقق معدل عائد أعلى مما تحققه هذه المحفظة	أكبر من 1
السهم يحوي مخاطر مساوية لما تحويه محفظة السوق، وبالتالي يجب أن يحقق معدل عائد مساوي لما تحققه هذه المحفظة	تساوي 1
السهم أقل مخاطرة من محفظة السوق، وبالتالي فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم، سوف يكون أقل من معدل العائد على محفظة السوق	أقل من 1

المصدر: حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 161

يستخدم معامل بيتا في تحديد معدل العائد المطلوب على استثمار معين عن طريق النموذج الرياضي المعروف باسم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.¹ ويمكن توضيح العلاقة بين معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب على سهم معين، بما يعرف بـ "خط السوق"، كما في الشكل التالي:

الشكل رقم (10-2): العلاقة بين معامل بيتا ومعدل العائد المطلوب



المصدر: حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 165

يتضح من الشكل رقم (10-2) ما يلي:

- إن علاوة المخاطرة تتمثل في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة مضروباً في معامل بيتا؛
- إذا كان معامل بيتا أقل من واحد صحيح (0,50 في هذه الحالة) فإن معدل العائد المطلوب (12,5%) يصبح أقل من عائد السوق (15%)؛
- إذا كان معامل بيتا يساوي واحد صحيح، فإن معدل العائد المطلوب يساوي عائد السوق (15%)؛
- كلما زاد معامل بيتا عن واحد صحيح كلما زاد معدل العائد المطلوب عن عائد السوق (عائد 17,5% ، 20% مقابل بيتا 1,5 ، 2 على التوالي)
- إذا كان معامل بيتا لسهم معين يساوي الصفر، فإن معدل العائد المطلوب على هذا السهم يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة.

¹ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 163

ثالثاً. اختيار المحفظة المثلى: يتم اختيار المحفظة المثلى بواسطة تحديد الخط الكفء، بتقديم خطوات اختيار الأوراق المالية للحصول على أفضل مزيج أي المحفظة المثلى، من خلال نماذج رياضية وفق الخطوات التالية:¹

- ترتب الأوراق المالية من الأعلى إلى الأسفل باستخدام علاوة المخاطر أو نسبة المكافئة إلى المخاطر المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا . أي الأعلى نسبة تكون ترتيبها الأولى من حيث الأفضلية ثم تأتي بعدها الورقة التي تكون نسبتها أقل وهكذا ويشار على هذه النسبة بمقياس ترينور ويتم احتسابها وفق المعادلة التالية:

$$\text{مقياس ترينور} = \frac{x-y}{\beta}$$

حيث أن:

x : معدل العائد المتوقع للسهم أ

y : معدل العائد الخالي من المخاطر

β : معامل بيتا أي مقياس المخاطر المنتظمة للسهم أ

- المحفظة المثلى والتي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة، هي المحفظة التي تستثمر أموالها في أوراق مالية تكون نسبة الفرق بين عائد السهم والعائد الخالي من المخاطرة إلى بيتا السهم أي المخاطر المنتظمة للسهم أي مقياس ترينور، أعلى من معدل القطع، وهو المعدل الذي يمكن عن طريقه تحديد الأسهم، التي يمكن عن طريقها ضمها إلى المحفظة، أما الأسهم التي معدل ترينور لها أقل من معدل القطع فهي أسهم سيئة، أي أسهم عائدها قليل ومخاطرها مرتفعة، فيتم استبعادها عن التشكيلة؛

- تحديد الوزن النسبي للسهم المرشح للضم للمحفظة المثلى. حيث يمثل الوزن النسبي للسهم في المحفظة، نسبة مئوية تحدد مقدار رأس المال المخصص، لكل أصل من أصول المحفظة، حيث أن مجموع هذه النسب تساوي 1، فهي أوزان نسبية لكل أصل من الأصول، ولكن محسوبة على أساس أهمية هذه الورقة، لتحقيق عائد جيد للمحفظة، فالسهم الذي يحقق عائداً عالياً يحصل على نسبة أو وزن نسبي عالٍ.

¹ أحمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية، ليبيا، ط1، 2019، ص-ص: 232-233

خلاصة المحور العاشر:

المحفظة المثلى هي تلك المحفظة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى خطر محدد، أي أنها محفظة تعتمد على التفضيل بين العائد والخطر كلما زاد العائد زاد الخطر، وكلما قل العائد قلَّ الخطر، أي هناك علاقة طردية بين الخطر والعائد، ويطلق على محفظة الاستثمار المثلى، محفظة السوق حيث أنها تشمل على كافة فرص الاستثمار الناتجة داخل السوق.

للمحفظة الاستثمارية المثلى بعض الصفات العامة والمتمثلة: تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين العائد والمخاطر؛

تتسم أصولها بقدر كاف من التنويع الايجابي، تحقق أدوات المحفظة حدا من السيولة. يقوم المستثمر عادة باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين التاليين وهما أعلى عائد وفق مستويات مختلفة من المخاطر؛ أدنى مخاطر وفق مستويات مختلفة من العوائد.

يتم اختيار المحفظة المثلى بواسطة تحديد الخط الكفاء، بتقديم خطوات اختيار الأوراق المالية، للحصول على أفضل مزيج أي المحفظة المثلى، من خلال نماذج رياضية وفق الخطوات التالية: ترتب الأوراق المالية من الأعلى إلى الأسفل باستخدام علاوة المخاطر، اختيار المحفظة المثلى والتي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة، ثم تحديد الوزن النسبي للسهم المرشح للضم للمحفظة المثلى.

أسئلة المحور العاشر:

- ما هو الفرق بين المحفظة الكفاء والمحفظة المثلى؟

- ماهي صفات محفظة الأوراق المالية المثلى؟

- كيف تقاس المخاطر؟

- كيف يتم اختيار محفظة الأوراق المالية المثلى؟

المحور الحادي عشر

استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية

تتضح أهمية محافظ الأوراق المالية في احتوائها على مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، تختلف كل منها في مستوى العائد ودرجة المخاطرة. وهذا التنويع ينتج عنه تخفيض المخاطر الكلية، ومن هنا نشأت فكرة التنويع، وتختلف طريقة التنويع طبقاً للأساس الذي تقوم عليه، إما تنويع جهة الإصدار، أو تنويع تواريخ الاستحقاق.

أولاً. مفهوم استراتيجية التنويع: ينعكس مضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة، من خلال ما يعرف بمبدأ التنويع، للعالم Markowitz. وينص هذا المبدأ على أن المستثمر يوزع أمواله، بين نوع وكم من الأوراق المالية لتخفيض المخاطرة وتعظيم العائد، ويتحقق مثل هذا التخفيض للمخاطر من خلال تضمين المحفظة، أسهماً عادية ترتبط عوائدها ارتباطاً غير تام، وكما انخفض هذا الارتباط، كلما تحقق هدف المحفظة في تعظيم العائد. لأن الهبوط في سعر ورقة مالية معينة يعوض عن الارتفاع في سعر ورقة أخرى، يوصف أن أسعار الأسهم أو أي ورقة مالية لا تتحرك باتجاه واحد.¹

1. تعريف التنويع: يعرف مبدأ التنويع على أنه اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية، بهدف تخفيض المخاطر.² وقبل العالم Markowitz كان هناك اعتقاد، بأن مجرد زيادة الاستثمارات، يؤدي إلى التنويع وتقليل المخاطرة، إلا أنه في سنة 1952، أثبت أن هذا تنويع ساذج، قد لا يؤدي إلى تقليل المخاطرة، ووضع نظرية خاصة بالتنويع الكفاء، الذي يقلل المخاطرة في المحفظة إذا توافرت ثلاثة شروط هي:³

- أن يكون معامل الارتباط، بين الاستثمارات الفردية داخل المحفظة، سالب بقدر الإمكان، أي أن العلاقة بينهم عكسية، بحيث أن نجاح بعضهم، يغطي فشل البعض الآخر وتقل المخاطرة في المحفظة؛

- أن يكون توزيع الأموال الإجمالية، بين الاستثمارات داخل المحفظة، توزيعاً أمثلاً وليس عشوائياً، ويتم استخدام النماذج الرياضية المتقدمة في التوصل إلى التوزيع الأمثل؛

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص: 187

² جمال الدين بروق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 83

³ محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998، ص: 30

- أن اختيار الاستثمارات الفردية، التي تدخل المحفظة من البداية، من ضمن الاستثمارات الكفاء، وهي الاستثمارات، التي تحقق عائد أعلى من غيرها، مع تساوي المخاطرة أو تحقيق مخاطرة أقل من غيرها، مع تساوي العائد.

2. أهمية استراتيجية التنويع: تعتمد استراتيجية التنويع، لتقليل المخاطر غير المنتظمة التي يتعرض لها المستثمرون، إذ يسعى المستثمرون إلى تقليل المخاطر، بطرق شتى وتعتمد الطريقة على نوع المخاطر المراد تقليلها. حيث يمكن التنبؤ بالمخاطر المنتظمة، والتخطيط لمواجهةها، كالجوء إلى أسلوب التحوط، باستعمال العقود المستقبلية لمواجهةها بشكل دائم. أما المخاطر غير المنتظمة، هي مخاطر عشوائية يصعب التنبؤ بها، ولكن يمكن الحد منها عن طريق التنويع، عند تكوين محفظة للأوراق المالية، أي توزيع مبلغ المحفظة على أوراق مالية مختلفة. ولكي يصح التنويع يجب أن يكون معدل الارتباط بين هذه الأوراق سالبا وقويا. حيث يؤدي الارتباط السالب القوي بين عناصر المحفظة إلى تخفيض مخاطرها.¹

ثانيا. أسس استراتيجية التنويع: يوجد العديد من الأسس، التي يخضع لها التنويع أهمها: تنويع جهة الإصدار، تنويع تواريخ الاستحقاق

1. تنويع جهة الإصدار: يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات، على عدة أوراق مالية، تصدرها شركات مختلفة. ويوجد في هذا الصدد، أسلوبان شائعان للتنويع وهما، التنويع الساذج وتنويع Markowitz.

1.1. التنويع الساذج: يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط، على فكرة أساسية، مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها، وقد يأخذ التنويع الساذج صورة، تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مخصصات المحفظة.

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل، الأردن، ط4، 2007، ص: 363

أهم السلبات المترتبة عن المبالغة في عدد الأوراق المالية، ما يلي:¹

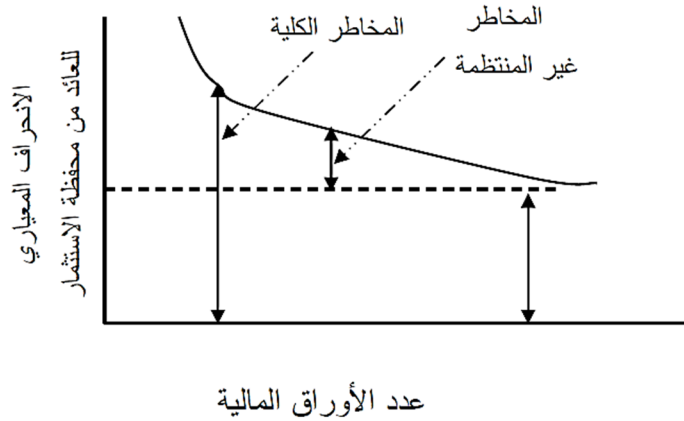
- صعوبة إدارة المحفظة: تتطلب الإدارة الفعالة للمحفظة، البحث و تحليل المستثمر لأوضاع الورقة المالية، وذلك بهدف شراء أوراق مالية، وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكوّنة للمحفظة؛
- ارتفاع تكاليف المعاملات: شراء وبيع الأوراق المالية، يتطلب دفع عمولة للوسيط، الذي يقوم بعمليات البيع والشراء، خاصة إذا قام المستثمر بشراء كميات صغيرة، من أوراق مالية متعددة؛
- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة: حيث إن احتمال اتخاذ قرارات استثمارية، غير صحيحة، تزداد مع ازدياد عدد الأوراق في المحفظة.

نشير إلى أن التنويع البسيط مهما بلغت درجته، فسوف يخفض من المخاطر غير المنتظمة، أما المخاطر المنتظمة فسوف تظل قائمة. وبالنسبة لعدد الأوراق المالية التي يجب أن تحتويها محفظة الاستثمار، حتى يمكن التخلص من المخاطر غير المنتظمة، فلم يتفق على عدد محدد من مختلف أنواع الأوراق المالية، ولكن العدد يتراوح بين 10 و 15 نوعاً، ويعني ذلك أن محفظة الاستثمار، إذا احتوت ما بين 10 و 15 نوعاً من الأوراق المالية، فإنه يمكن تخفيض المخاطر غير المنتظمة إلى الصفر تقريباً، وتبقى فقط المخاطر المنتظمة والتي لا يمكن تلافيتها، وأي تنويع أكثر من ذلك لن يكون له أثر ملحوظ في تخفيض مخاطر محفظة الاستثمار.² والشكل التالي يوضح ذلك :

¹ جمال الدين بربوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص- ص: 83-85

² حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص-ص: 171-172

الشكل رقم (11-1): أثر التنويع البسيط في تخفيض مخاطر محفظة الأوراق المالية



المصدر: حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 172

1.2. تنويع Markowitz: على عكس أسلوب التنويع الساذج، الذي يقضي بالاختيار العشوائي للاستثمارات المكونة للمحفظة، نجد أن أسلوب Markowitz، يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط أي معامل الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات، التي تتكون منها المحفظة، فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر، مما لو كانت تلك العوائد مستقلة أي لا يوجد بينها علاقة، أو توجد بينها علاقة عكسية، ولما كان معامل الارتباط يتراوح بين (+1) و (-1)، فقد استنتج Markowitz، أنه كلما انخفض معامل الارتباط، بين عوائد الاستثمارات الفردية، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.¹

- عائد محفظة الأوراق المالية: عائد المحفظة هو متوسط مرجح للعائد المتوقع، من كل الاستثمارات المكونة لهذه المحفظة، ويتم الترجيح طبقاً للوزن النسبي للمبلغ المستثمر، في كل ورقة مالية

¹ جمال الدين بربوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص: 85

إلى إجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة كلها.¹ هو العائد المرجح (الموزون) للعناصر المكونة منها المحفظة.²

يحسب عائد المحفظة من المعادلة التالية:

عائد المحفظة المكونة من السهمين (أ ، ب) = الوزن النسبي للسهم أ × عائد السهم أ + الوزن النسبي للسهم ب × عائد السهم ب

عائد المحفظة المكونة من الأسهم (أ ، ب ، ج) = الوزن النسبي للسهم أ × عائد السهم أ + الوزن النسبي للسهم ب × عائد السهم ب + الوزن النسبي للسهم ج × عائد السهم ج

$$\text{عائد المحفظة المكونة من الأسهم التي عددها } n = \sum_{r=1}^n \text{ع} \times \text{ر} \text{و}$$

حيث أن:

و: الوزن النسبي للسهم

ع : عائد السهم.

- مخاطر المحفظة : لو لدينا محفظة أوراق مالية مكونة من ورقتين. ماهي علاقة عائد وخطر مثل هذه المحفظة بعائد وخطر كل من الورقتين الداخلتين فيها منفردتين. في حالة المحفظة تقاس المخاطر إما بمعامل بيتا وإما بالانحراف المعياري، وفيما يلي توضيح لطرق القياس:

• بيتا المحفظة: هو المعدل الموزون لبيتا عناصرها. أي أن³:

$$\text{بيتا المحفظة} = \text{بيتا الأصل أ} \times \text{وزن الأصل أ} + \text{بيتا الأصل ب} \times \text{وزن الأصل ب} + \text{بيتا الأصل ج} \times \text{وزن الأصل ج}$$

على أن يكون مجموع الأوزان 100%

• الانحراف المعياري: تقاس مخاطر محفظة الأوراق المالية بالانحراف المعياري للعائد المتوقع من هذه المحفظة، وإذا كان العائد المتوقع للمحفظة، هو متوسط مرجح للعائد المتوقع من كل من الاستثمارات المكونة لها، فإن حساب المخاطر لا يتم بنفس الطريقة، والسبب أنه يجب الأخذ في الاعتبار، علاقة

¹ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 187

² شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012، ص-ص: 168-171

³ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، مرجع سابق، ص: 352-353

الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة، نظرا لأثر هذه العلاقة، على مدى استقرار عائد محفظة الاستثمار.¹

2. تنويع تواريخ الاستحقاق: تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر، توزيع استثماراته بين الأوراق المالية، قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل، بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما، وتقليل مخاطر الاستثمار في كل منهما. وتنقسم السياسات المتبعة لتحقيق ذلك إلى ثلاثة أنواع:²

2.1. الأسلوب الهجومي يقوم هذا الأسلوب على تحويل المستثمر، من الأوراق المالية قصيرة الأجل، إلى أوراق مالية طويلة الأجل، والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التوقعات، إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق الطويلة الأجل، واستخدام حصيلتها، لشراء أوراق قصيرة الأجل، قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة. أما إذا توقع، انخفاض في سعر الفائدة، فإنه يقوم ببيع الأوراق المالية، قصيرة الأجل، واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

يعتمد نجاح هذه السياسة، على مدى صحة التوقعات، فإذا تحققت توقعات المستثمر، فإنه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل، أما إذا كانت التوقعات، مخالفة لما يحدث فعلا، فإن المستثمر قد يتعرض لخسائر كبيرة، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر، لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة، ما لم يكن على درجة عالية، من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

2.2. تدرج تواريخ الاستحقاق: يقصد به توزيع مخصصات المحفظة، على استثمارات، ذات تواريخ استحقاق متدرجة. ويقتضي هذا الأسلوب قيام المستثمر، بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق، الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق، التي يمكن قبولها، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار 10 مليون، وأقصى تاريخ استحقاق هو 10 سنوات، فإنه يوزع مخصصات المحفظة على 10

¹ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مرجع سابق، ص: 189

² جمال الدين بربوق وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سابق، ص-ص: 86-88

أجزاء، كل جزء، يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى. وحسب هذه الاستراتيجية، فإنه بعد عام، يحصل المستثمر على قيمة الأوراق المالية، التي تستحق خلال سنة، ويقوم باستثمارها من جديد، في أوراق تستحق خلال 10 سنوات وهكذا.

يمكن أن يسهم هذا النوع من التنويع، في تحقيق الأهداف التالية:¹

- السيولة: حيث يكون هناك عدد من السندات قصيرة الأجل، التي تكون منفردة، استحقاقاتها قديمة، لتأمين السيولة اللازمة للاستثمارات الجديدة؛

- الربحية: حيث يسهم وجود سندات طويلة الأجل، في استقرار العوائد لعدد من السنوات؛

- الحد من الخسائر الرأسمالية: فوجود تشكيلة جيدة، من السندات الطويلة الأجل، والسندات القصيرة الأجل، تقلل من الخسائر الرأسمالية، حيث يتم تجنب انخفاض القيمة السوقية بشكل جيد، ولو كانت المحفظة مكونة من سندات طويلة الأجل فقط، ثم ارتفع سعر الفائدة، لنتج عن ذلك هبوط شديد في أسعار السندات، لكن بوجود تشكيلة من السندات القصيرة الأجل.

3.2. التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل: يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل، من سنة إلى ثلاثة سنوات، والأوراق المالية طويلة الأجل، من سبعة إلى 10 سنوات. ويعود السبب في ذلك، إلى أن الأوراق المالية قصيرة الأجل، توفر السيولة للمستثمر، في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل، تحقق للمستثمر استقرار العائد، وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، إذا انخفض سعر الفائدة.

أما الأوراق المالية متوسطة الأجل، من أربعة إلى ستة سنوات، فهي لا تحقق، أيا من هدي في السيولة أو الربحية، لذلك فإنه يجب تجنب الاستثمارات، في هذا النوع من الأوراق.

إن الواقع العملي، يشير إلى أن تنويع الاستثمارات، بين الأجل القصير والأجل الطويل، يعتمد على توقعات سعر الفائدة، كما في حالة الأسلوب الهجومى، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 134

الفائدة، أي رواج اقتصادي، يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل.

ثالثا. عوامل نجاح استراتيجية التنويع: المعيار الأساسي للحكم على نجاح أو فشل استراتيجية تنويع المحفظة، يتمثل في مدى تحقيق الهدف الرئيسي لهذه الاستراتيجية، ممثلا في تخفيض مخاطرها المرجحة، إلى حدها الأدنى، مع ضمان تحقيق العائد المرجح المتوقع منها، في الوقت نفسه، ذلك يتطلب من مدير المحفظة، وعيا كاملا لأبعاد استراتيجية التنويع والوقوف على متطلباته، ومحدداتها أيضا.

حرية مدير المحفظة في انتهاج التنويع، ليست مطلقة، نظرا للعقبات والقيود الكثيرة، التي قد تعترض سبيله في هذا المجال، مما يفرض عليه أن يتوخى الحذر، في انتهاج هذه الاستراتيجية، إذ توجد حالات كثيرة، قد تتقلب فيها المزايا المنتظرة من التنويع، إلى عواقب وخيمة على المستثمر. وفي هذا السياق على مدير المحفظة ان يراعي ثلاثة اعتبارات هامة وهي:¹

- تنويع المخاطر الاستثمارية: مخاطر الاستثمار متعددة المصادر والأسباب، يمكن تصنيفها تصنيفات مختلفة على أسس مختلفة، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعا لها، هو تقسيمها في فئتين، مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة. ومن المهم لمدير المحفظة، أن يعلم بأن استراتيجية التنويع، تنجح فقط، في تخفيض المخاطر غير المنتظمة، لكنها لا تجدي نفعا في تخفيض المخاطر المنتظمة، والتي تكون آثارها عامة، فتصيب جميع أصول المحفظة بلا استثناء. لذلك وصفت المخاطر السوقية بأنها غير قابلة للتنويع؛

- عدد أصول المحفظة: كلما زاد عدد أدوات الاستثمار، التي تشكل منها المحفظة، تزايدت مزايا استراتيجية التنويع في تخفيض مخاطرها، والعكس بالعكس. فكلما زاد عدد أصول المحفظة، تنخفض احتمالات تركيز الخسارة، في أصل معين من هذه الأصول، والعكس بالعكس، لكن على مدير

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، مرجع سابق، ص-ص: 361-364

المحفظة، أن يراعي أيضا، وجود حد معقول، لتعدد تشكيلة أصول المحفظة، وذلك للمحافظة على جدوى استراتيجية التنويع، لضغط نفقات إدارتها؛

- **معامل الارتباط بين الأصول:** يعتبر هذا العامل، من أكثر العوامل حسما، في نجاح أو فشل استراتيجية تنويع أصول المحفظة، إذ على نوع الارتباط القائم بين عوائد ومخاطر أصول المحفظة من جهة، وقوة أو ضعف معامل الارتباط بينها من جهة أخرى، تتوقف فعالية استراتيجية التنويع.

ومن حيث نوع الارتباط، توجد أوراق مالية ترتبط عوائدها، بعلاقة ارتباط موجبة، بمعنى أن أي زياد أو نقص في سعر، وبالتالي عائد ورقة مالية معينة، يصاحبها، زيادة أو نقص في نفس الاتجاه، في سعر وبالتالي في عائد الورقة المالية الأخرى. لكن بالمقابل، توجد أوراق مالية، ترتبط عوائدها بعلاقة ارتباط سالبة، بمعنى أن أي زيادة أو نقص في سعر، وبالتالي عائد ورقة مالية معينة، يترتب عليها تغير، ولكن في اتجاه معاكس في سعر وبالتالي عائد الورقة المالية الأخرى.

أما من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط، فهذه تتوقف على مدى الاستجابة، أو قوة العلاقة القائمة بين الورقتين، والتي تتراوح بين (+1)، حيث يكون معامل الارتباط تاما وموجبا، وبين (-1)، حيث يكون معامل الارتباط تاما وسالبا. كما توجد درجات أخرى، حيث يظهر معامل الارتباط، في شكل كسر عشري موجب أو سالب.

المهم في الأمر، أن يراعي مدير المحفظة، في تنويع أصول المحفظة، نوع الارتباط وقوة معاملته أيضا. ففي حالة الارتباط السالب، تزداد مزايا التنويع، كلما قوى معامل الارتباط، بين عوائد الأوراق المالية، بينما في حالة الارتباط الموجب، تزداد مزايا التنويع، كلما ضعف معامل الارتباط، بين عوامل هذه الأوراق المالية. بناء عليه، فإن مجرد تنويع أصول المحفظة، من تشكيلة مترابطة من الأصول، أي معاملات الارتباط بينها قوية وموجبة، سيكون تنويعا حياديا أو سلبيا، لكن أسلوب التنويع، في هذه الحالة، لا يخرج عن كونه، عملية تكرار لورقة مالية واحدة، ولكن بمسميات مختلفة، ولذا لن يتحقق في هذه الحالة، أهداف التنويع في تخفيض المخاطر، طالما أن آثارها، ستصيب جميع أدوات المحفظة، ومن نفس الاتجاه. هذا على عكس الحال، عندما تتكون المحفظة من أوراق مالية غير مترابطة، أو مترابطة

في علاقات ارتباط سالبة. ففي حالة كهذه، سيكون التنويع إيجابياً، وبذلك تحقق استراتيجية التنويع أهدافها، في تخفيض آثار المخاطر غير السوقية للمحفظة، لأن آثارها ستعم جميع الأوراق المالية فيها، ولكن في اتجاهات معاكسة.

يجب أن لا يكون هناك ارتباط موجب، بين عائد الورقة (أ) وعائد الورقة (ب) إذا أمكن، أي إذا كان هناك ارتباط بينهما، فيجب أن يكون معامل الارتباط الموجود بينهما سالبا وقويا، إلا أن الارتباط السالب بين عوائد الأسهم، نادر الحدوث في الحياة العملية، لأن معظم الأسهم تتأثر بعوامل السوق، وبالعوامل الاقتصادية بنفس الاتجاه، ولذلك فلا مانع من وجود ارتباط موجب في هذه الحالة على أن يكون ضعيفا.¹

¹ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، مرجع سابق، ص: 364

خلاصة المحور الحادي عشر:

تعتمد استراتيجية التنويع لتقليل المخاطر غير المنتظمة، الناتجة عن عوامل تخص الجهة، التي أصدرت الورقة المالية. في حين تبقى المحفظة تحت تأثير المخاطرة المنتظمة الناتجة عن عوامل تصيب الاقتصاد الوطني ككل.

يوجد العديد من الأسس، التي يخضع لها التنويع أهمها؛ تنويع جهة الإصدار، أي توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية، تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان، وهما التنويع الساذج وتنويع Markowitz. أما الأساس الثاني، هو تنويع تواريخ الاستحقاق، حيث تفرض التقلبات في سعر الفائدة، على المستثمر، توزيع استثماراته، بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل. لتحقيق ذلك، تتبع ثلاثة أنواع من السياسات، وهي، الأسلوب الهجومى، الذي يقوم على تحول المستثمر، من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل، والعكس، وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. بينما النوع الثاني، تدرج تواريخ الاستحقاق، يقصد به توزيع مخصصات المحفظة، على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة. وأخيرا، التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، فالأولى توفر السيولة، في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل، تحقق استقرار العائد.

حتى تنجح استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية، لا بد من مراعاة تنويع المخاطر الاستثمارية، عدد أصول المحفظة، معامل الارتباط بين الأصول، حيث يجب أن يكون معدل الارتباط بين هذه الأوراق سالبا وقويا لأنه يؤدي إلى تخفيض مخاطر المحفظة.

أسئلة المحور الحادي عشر:

- ما هي استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية؟ وما الهدف منها؟
- اشرح أساس تنويع جهة الإصدار؟
- ما هو الفرق بين التنويع البسيط وتنويع Markowitz ؟
- اشرح أهمية معامل الارتباط، في نجاح استراتيجية التنويع؟

قائمة المراجع

1. الكتب باللغة العربية:

- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998
- أحمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائرة الكتب الوطنية، ليبيا، ط1، 2019
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010
- أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2017
- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000
- جبار محفوظ، الأسواق المالية، ج2، ج3، دار هومة، الجزائر، 2017
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة هومة، الجزائر ط1، 2002
- جمال الدين برقوق مصطفى كافي وميريام محمود ويوسف كافي، إدارة الاستثمار، دار الحامد، الأردن، ط1، 2016
- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية: عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن ، ط1، 2011
- حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتب عربية، 2006
- حسني خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد ومحمود أحمد جودة، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010
- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، ط1، 2005
- رسمية احمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية دار المعترف للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005

- زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية لمتحدة للتسويق والتوريدات، جمهورية مصر العربية، 2008
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي والمالي، دار وائل، الأردن، ط4، 2007
- سالم صلال الحسيناوي، أساسيات الإدارة المالية، دار المدينة الفاضلة، 2014
- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم: حالة سلطنة عمان، دار الراية، الأردن، ط1، 2013
- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية، الأردن، ط1، 2009
- شقيري نوري موسى، صالح طاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2012
- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008
- عبد السلام أبو قحف، مقدمة في الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، مصر، ط3، 2009
- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية: بنوك تجارية- أسواق الأوراق المالية- شركات التأمين- شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001
- عبد الله حبابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2013
- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013
- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998-1999
- فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008
- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010

قائمة المراجع:

- محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية: بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002
- محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، مصر، 2011
- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، ط1، 1998
- محمد محروس اسماعيل، اقتصاديات الصناعة والتصنيع: مع الاهتمام بدراسات الجدوى الاقتصادية: مع الاهتمام بدراسات الجدوى الاقتصادية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1997
- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوال ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000
- ناصر دادي عدون، المؤسسة الاقتصادية: موقعها في الاقتصاد، وظائفها وتسييرها، دار المحمدية العامة، الجزائر، بدون سنة
- نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، ط1، 2007
- هالة محمد لبيب عنبه، إدارة المشروعات الصغيرة في الوطن العربي: دليل عملي لكيفية البدء بمشروع صغير وإدارته في ظل التحديات المعاصرة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2002
- هوشيار معروف كاكما مولا، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن ، 2003
- قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار: بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2012

2. الكتب باللغة الأجنبية:

- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Christophe Pérignon , **Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques**,6^e édition, Dunod, France, 2014
- Farid .Makhlouf, **L'entreprise :organisation et gestion** , pages bleues ,Algerie,2006

- Jean Luc Charron et Sabine Sépari, **Organisation et gestion d'entreprise**, 2 édition, Dunod, Paris, 2001
- Marc Montoussé, Henri Bourachot, Gilles Renouard, Jean-Luc Rettel, **100 fiches pour comprendre la bourse et les marchés financiers**, Bréal, France, 2012
- Valdone Darskuvienė, **Financial Markets**, education and culture DG Lifelong Learning Programme, 2010