



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية
الشعبية



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، علو التسيير

قسم العلوم التجارية

مطبوعة محاضرات في مقياس

الأسواق المالية و البورصة

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر مالية و تجارة دولية

إعداد الدكتورة:

بوشنتوف نوال

السنة الجامعية 2023-2024



فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
2	فهرس المحتويات
5	فهرس الجداول
5	فهرس الأشكال
6	تقديم
8	المحاضرة الأولى: التمويل
8	تمهيد
9	مفهوم التمويل
10	أهمية التمويل
10	أنواع التمويل
14	المحاضرة الثانية: الأسواق المالية
14	مفهوم الأسواق المالية
16	دور الأسواق المالية ووظائفها
19	المتطلبات الأساسية لإنشاء الأسواق المالية
22	المحاضرة الثالثة: أنواع الأسواق المالية (السوق النقدي)
22	مفهوم السوق النقدي
23	أهمية الأسواق النقدية
24	أقسام الأسواق النقدية
24	الأدوات المستخدمة في السوق النقدي
28	المحاضرة الرابعة: أنواع الأسواق المالية (سوق رأس المال)
28	تعريف سوق رأس المال
29	أهمية أسواق رأس المال
30	أقسام أسواق رأس المال
37	الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال
39	المحاضرة الخامسة: البورصات
39	ميلاد البورصات

41	خصائص البورصات
41	وظائف البورصات
42	أهمية البورصات في الاقتصاد
44	المحاضرة السادسة: البورصات (الأنواع، طرق التداول، المتعاملون فيها)
44	أنواع البورصات
46	طرق التداول في البورصات
47	المتعاملون في البورصات
49	معاملات البورصات
51	المحاضرة السابعة: الأدوات المالية محل التداول في البورصات - الأسهم-
51	مفهوم الأسهم
53	خصائص الأسهم
54	قيم الأسهم
56	المحاضرة الثامنة: الأسهم (الأنواع، تقييم الأسهم، ربحية السهم)
56	أنواع الأسهم
62	تقييم الأسهم
66	حساب ربحية الأسهم
68	المحاضرة التاسعة: السندات
68	مفهوم السندات
69	خصائص السندات
70	أنواع السندات
74	تقييم السندات
77	المحاضرة العاشرة: المشتقات المالية
77	مفهوم المشتقات المالية
79	أنواع المشتقات المالية
86	مفهوم أوامر البورصات
87	أنواع أوامر البورصات
89	المحاضرة الحادية عشر: محفظة الأوراق المالية

89	مفهوم محفظة الأوراق المالية
91	أنواع محفظة الأوراق المالية
91	إدارة وتسيير المحافظ المالية
93	المحاضرة الثانية عشر: مخاطر الاستثمار في المحافظ المالية
93	مفهوم المخاطر المالية
94	أنواع المخاطر المالية
96	قياس مخاطر الاستثمار
99	المحاضرة الثالثة عشر: سياسة التنويع ونظرية المحفظة المثلى
99	مفهوم التنويع الاستثماري
100	العلاقة بين العائد والمخاطرة
101	أنواع التنويع الاستثماري
102	تصميم المحفظة المثلى
106	قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان
37	الفرق بين الأسواق النقدية وأسواق رأس المال
49	أنواع المتدخلين في البورصات
55	قيم الأسهم ومعادلتها الحسابية
60	أنواع الأسهم حسب التصنيفات المختلفة
73	أنواع السندات وتصنيفاتها
76	الفرق بين الأسهم والسندات
82	الفرق بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية
86	أنواع الخيارات حسب مستوى الربحية

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان
13	مخطط لمختلف أنواع التمويل
16	مخطط لشرح مفهوم الأسواق المالية
19	مخطط أهم المتعاملين الاقتصاديين مع الأسواق المالية
31	مخطط الأهداف الرئيسية للأسواق الأولية
36	مخطط لأقسام الأسواق المالية
80	مخطط لأنواع العقود المستقبلية
85	مخطط عن أنواع الخيارات
90	مخطط لمكونات رأس مال المحفظة
103	منحنى الكفاءة الحدودي للمحافظ الإستثمارية
104	منحنى الإستثمار الكفء للمحفظة المتلى

تقديم

هذه المطبوعة موجهة إلى طلبة السنة الأولى ماستر مالية وتجارة دولية في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسمت إلى ثلاثة عشرة محاضرة وتضمنت المحاور المعتمدة في برنامج التكوين المعتمد من طرف الوزارة الوصية.

تتناول هذه المطبوعة المفاهيم الأساسية لمقياس الأسواق المالية و البورصة ، لاسيما ما تعلق بالتمويل، أهميته ومختلف أنواعه، وتعتبر هذه محاضرة افتتاحية حتى يتسنى للطلاب معرفة أهم المصطلحات والمفاهيم المرتبطة بالمقياس.

ركزنا كذلك على الأسواق المالية التي تحتل حيزا حيويا في النظم الاقتصادية الجديدة وتطرقنا إلى مفهومها، دورها ووظائفها وكذا المقومات الأساسية التي تتطلب لإنشائها، ، وتم صياغة هذه المحاضرات بأسلوب مبسط يتيح للطلبة المفاهيم الأساسية المرتبطة بكل محاضرة.

تناولنا أيضا أنواع الأسواق المالية وحاولنا الاعتماد على التسلسل المنطقي للأفكار والطرق التعليمية التي تساعد في فهم واستيعاب أكبر للطلبة، حيث تطرقنا إلى أول نوع من الأسواق المالية ألا وهو السوق النقدي، ثم تعرفنا على مفهومه، أهميته، أقسامه والأدوات المستخدمة فيه.

بالنسبة للنوع الثاني من الأسواق المالية تطرقنا إلى مفهوم سوق رأس المال، أهميته، أقسامه والوقوف إلى الفرق بينه وبين السوق النقدي، من خلال هذه المطبوعة نقدم للطلبة المفاهيم الأساسية المتعلقة بالبورصات، خلفيتها التاريخية، خصائصها، وظائفها، وأهميتها في الاقتصاد، الهدف من هذه المادة العلمية تعريف الطلبة على طرق التداول، أنواع المتعاملين في البورصات والتركيز على مفاهيم الأسهم والسندات والمشتقات المالية حيث تم

إعطاء معلومات مفصلة عن كل ورقة مالية لاسيما فيما يتعلق بخصائصها، أهم الحقوق التي يتمتع بها حاملتها، والوقوف على أهم الاختلافات الموجودة بينها.

سنحاول كذلك من خلال هذه المطبوعة تعريف الطلبة على مفهوم محفظة الأوراق المالية، طرق إدارتها وتسييرها، وشرح مخاطر الاستثمار في المحافظ المالية وكيفية قياسها.

نختم هذه المطبوعة بمحاضرة حول سياسة التنوع الاستثماري ونظرية المحفظة المثلى، حيث تم التطرق إلى مفهوم التنوع والتعرف على نموذج التنوع البسيط ونظرية **Markowitz** وكيفية تصميم المحفظة المثلى، واعتمدنا في ذلك على الشرح المبسط والتحليل في تفسير نظرية المحفظة.

الأهداف التعليمية/البيداغوجية:

بعد دراسة الطالب لمحاضرات هذا المقياس، سيتمكن من اكتساب مجموعة من المعارف والمهارات حول البورصات وأسواق رأس المال حيث:

- ✓ سيتمكن من الإلمام بالمقاربات المفاهيمية الخاصة بالأسواق المالية، والمقومات الأساسية لإنشاءها.
- ✓ التعرف على الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كيفية تقييمها وأهم الفروقات بينها.
- ✓ الإلمام بالمفاهيم المتعلقة بمحفظة الأوراق المالية لاسيما أنواعها، كيفية تسييرها والتعرف على أهم المخاطر الناتجة عن الاستثمار في المحافظ المالية.
- ✓ التعرف على سياسة التنوع الاستثماري ونظرية المحفظة المثلى.

المكتسبات القبلية:

- ✓ ينبغي على الطالب أن يكون على معرفة مسبقة بمبادئ النظرية المالية و الاقتصاد النقدي.

المحاضرة الأولى: التمويل (المفهوم، الأهمية، الأنواع)

تمهيد:

كل المتعاملين الاقتصاديين بدون استثناء سوا كانوا عبارة عن أفراد أو منظمات أو مؤسسات عامة أو خاصة أو شركات أو حتى الدولة بحد ذاتها بحاجة إلى أموال لتمويل أو تغطية مختلف الأنشطة التي يمارسونها، فمثلا يتم تمويل الأفراد عن طريق التمويلات الشخصية (مدخرات سابقة) أو عن طريق الحصول على القروض من المؤسسات التمويلية، أما بالنسبة للشركات تتم عملية التمويل إما بطرح الأسهم أم الحصول على القروض أم إصدار السندات، أو كذلك بأخذ جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطات المحتجزة فالشركات تبحث دائما عن المصدر المناسب للتمويل حسب ما يلائم إمكانياتها ووضعيتها الحالية، أما بالنسبة للمشاريع فيتم تمويلها عن طريق تمويل شخصي أو قروض بنكية أو عن طريق منصات التمويل الجماعي وغيرها.

على صعيد آخر وعلى مستوى الاقتصاد الكلي يتم تمويل ميزانية الدولة عن طريق جمع الضرائب وتحصيل الرسوم من الشركات والمؤسسات ومساهمات العمال والاستثمارات الحكومية والقروض وغيرها وتستخدم هذه المداحيل في تمويل قطاعات التعليم والصحة والجيش والقضاء وتطوير البنية التحتية... الخ.

سنتطرق في هذه المحاضرة إلى تعريف التمويل، أهميته وأنواعه المختلفة، صممت هذه المحاضرة كمحاضرة افتتاحية لمعرفة كل ما يتعلق بالتمويل نظرا لدوره الكبير في جذب وإدارة رؤوس الأموال بكفاءة بما يحقق الأهداف المراد الوصول إليها.

1- مفهوم التمويل:

يعرف مصطلح "التمويل" في لغة الاقتصاد على أنه تحديد الاحتياجات والوسائل والأساليب اللازمة للأفراد و/أو المنظمات و/أو الشركات و/أو المؤسسات من الموارد النقدية والموارد العينية التي تستخدمها لتغطية نشاطاتها المختلفة والحفاظ على استمراريتها.

يعبر التمويل عن " البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيح الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المتعامل الاقتصادي"¹.

عرف " محمد ماضي توفيق " التمويل على أنه: " إمداد المؤسسات بالمال لإنشائها أو توسيعها، وهو من أعقد المشكلات التي تواجهها التنمية الصناعية في كل البلاد بوجه عام، إذ لا قيام لأي عمل يعود بالربح، أو استثمار يدر فائدة بغير وجود رأسمال، وبقدر حجم التمويل وتسير مصادره وحسب استثماره يكون العائد أو الربح الذي هو هدف كل نشاط اقتصادي"².

تشير عملية التمويل إلى أنها أحد مجالات المعرفة في تخصص النظرية المالية وهي نابعة عن رغبة الأفراد والشركات والمؤسسات والمنظمات ومنشآت الأعمال بتحقيق أقصى حد ممكن من الرفاهية.

يظهر من خلال عرض التعاريف السابقة أن التمويل هو أحد مجالات المعرفة القائمة على مجموعة من النظريات والأسس العلمية التي تهتم بكيفية تحصيل الأموال اللازمة لتغطية احتياجات منظمة أو مؤسسة أو مشروع إذا نظرنا لتعريف التمويل من زاوية ضيقة، أو كيفية تحصيل موارد مالية كبيرة اللازمة لتغطية الأنشطة الاقتصادية ومرافقتها إذا نظرنا إلى مفهوم التمويل من زاوية واسعة.

¹ خوني رابح، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها"، ابتراك للنشر والتوزيع، الطبعة 01، القاهرة، مصر، 2008، ص 95.
² محمد توفيق ماضي، "تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1972، ص 100.

2- أهمية التمويل:

يكتسب موضوع التمويل أهمية بالغة نظرا لدوره الكبير في ضمان تطور المؤسسة أو الشركة أو المشروع بشكل يضمن استمرارها ويثبت موقعها في السوق أو إعدادها بشكل كاف لمواجهة تحديات المنافسة الحادة، وتحت هذه العوامل يجتهد صاحب المؤسسة أو الشركة أو المشروع للبحث عن سبل لتحقيق أقصى أرباح وعوائد ممكنة، ويعد المصدر الأكثر اعتمادا عليه في عملية التمويل هو التمويل الذاتي (الشخصي) بالدرجة الأولى، وبالتالي نستطيع القول أن كل ما كانت المؤسسة أو الشركة ناجحة وتحقق أرباح وعوائد كبيرة كل ما زادت إمكانيات التمويل الذاتي وكلما زاد الاعتماد عليه بدرجة أعلى، ما ينتج عنه زيادة الطاقات الإنتاجية والتشغيلية للشركة وتطوير استراتيجياتها التسويقية وتدعيم مراكزها المالية، بحيث تصبح أكثر قدرة وتكيف مع ظروف المنافسة الحادة وأكثر ثباتا مع التغيرات المفاجئة التي قد تطرأ في السوق.

بشكل عام يهدف التمويل إلى تنمية وتطوير المؤسسات والمنظمات و الشركات والمشاريع العامة والخاصة وضمان استمرارها ضمن الوضعيات المالية المتاحة، حيث مثلا يتعين على شركة كبيرة وضع خطة مالية مناسبة حسب وضعيتها لتقرر ما إذا وجب طرح الأسهم أو إصدار السندات أو الاقتراض أو البحث عن شريك أو أخذ جزء من الأرباح المحتجزة وذلك في الوقت المناسب.

3- أنواع التمويل: تختلف أنواع التمويل حسب مصادره أو آجاله أو الغرض المستخدم من أجله،

سنستعرضه الآن في النقاط التالية:

1.3/ نوع التمويل حسب مصدره:

يمكن تمييز نوعين من التمويل على مستوى المؤسسة أو الشركة بالنظر إلى مصدره وينقسم إلى نوعين هما:

أ- **التمويل الذاتي:** يسمى كذلك بالتمويل الداخلي أو الشخصي وهو استخدام جزء من إيرادات المؤسسة أو الشركة في عملية التمويل دون اللجوء إلى مصادر أخرى خارجية، بمعنى آخر تغطية مختلف الاحتياجات المالية اللازمة للشركة من أموالها الخاصة أو من أرباحها الخاصة أو من إيداعات سابقة أو ممكن حتى من الالتزامات المالية المترتبة لصالح المؤسسة من الغير.

حسب " مصطفى رشدي شيحة " فإن التمويل الذاتي للمؤسسة المنشأة حديثاً من " الأموال الخاصة التي يسخرها الملاك لإتمام مشاريعهم، ومع مرور الوقت ونمو المؤسسة يتم التمويل الذاتي من الاحتياطات والأرباح المحتجزة وما تحوزه المؤسسة من أصول نقدية سائلة في خزينتها وكذا من الإهلاك"¹.

بالنسبة للتمويل الذاتي للأفراد فإنه عبارة عن ما يمتلكونه من مدخراتهم أما بالنسبة للدولة فإن تمويلها الذاتي يعتمد على الضرائب والرسوم المختلفة التي تفرضها على الشركات والمؤسسات أو حتى على الأفراد بطريقة غير مباشرة.

ب- **التمويل الخارجي:** يعبر عن كافة الأموال التي يتحصل عليها المتعامل الاقتصادي (مهما كان نوعه) من الخارج كالإقتراض مثلاً بما يتماشى مع وضعيته المالية، ويأتي التمويل الخارجي كمكمل للتمويل الذاتي.

¹ مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 186.

2.3/ نوع التمويل حسب آجاله:

هناك أنواع أخرى من التمويل بالنظر إلى مدته أو آجاله ونميز بين الأنواع الثلاث التالية:

أ- تمويل قصير الأجل: هو التمويل الذي لا تتجاوز مدته سنة واحدة ويلزم مثلا عند رغبة المؤسسة مثلا في الحصول على معدات لازمة.

ب- تمويل متوسط الأجل: تتراوح آجاله بين سنة وخمس سنوات تقوم به المؤسسة عند رغبتها في الحصول على عقار أو مبنى مثلا.

ت- تمويل طويل الأجل: تفوق مدته خمس سنوات، يتجسد عند رغبة المؤسسة القيام بعمليات مالية كبيرة أو تنفيذ خطط إستراتيجية تسويقية على المدى البعيد.

3.3/ نوع التمويل حسب الغرض المستخدم:

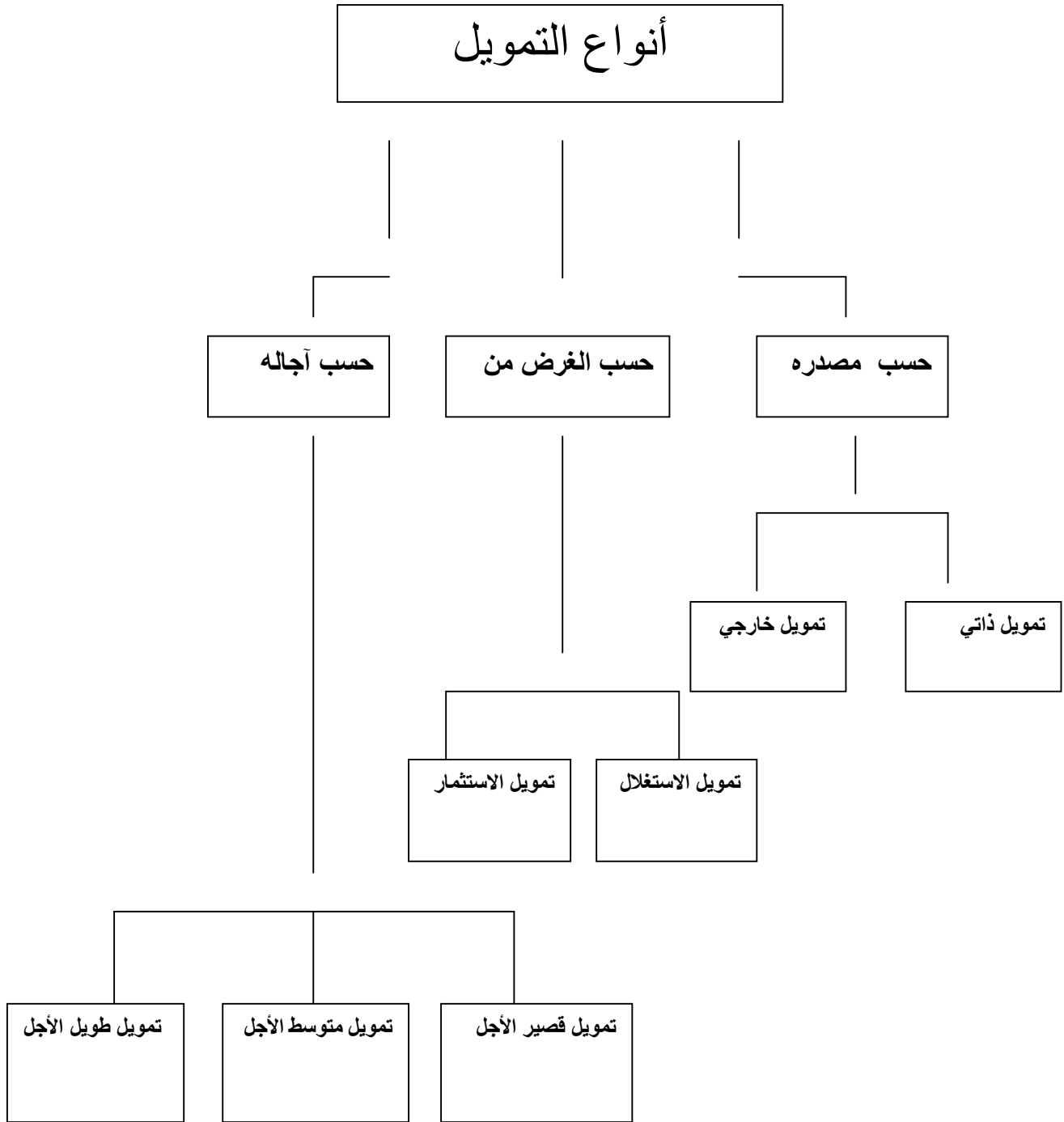
يصنف التمويل حسب الغرض المستخدم لأجله إلى نوعين هما:¹

أ- تمويل دورة الاستغلال: يقصد به مجموع الأموال المخصصة لتغطية النفقات اللازمة لسير المؤسسة أو المشروع مثل تموين المواد الأولية، تسديد أجور العمال، تسديد الفواتير، تحصيل الضرائب المفروضة.... الخ.

ب- تمويل دورة الاستثمار: يقصد به مجموع الأموال المخصصة لتغطية النفقات اللازمة لخلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيعها ك شراء آلات وتجهيزات حديثة وغيرها.

¹ مصطفى رشدي شبيحة، مرجع سابق، ص 188.

الشكل رقم (1): مخطط لعرض مختلف أنواع التمويل.



المصدر: من إعداد الباحثة

المحاضرة الثانية: الأسواق المالية (مفهومها، دورها ووظائفها، المتطلبات الأساسية لإنشاء

الأسواق المالية)

تعتبر الأسواق المالية أحد أعمدة القطاعات المالية في النظم الاقتصادية تعتمد بالدرجة الأولى على مدى تطور ومرونة القطاعات الخاصة، وتكمن أهمية الأسواق المالية في الدور الذي تلعبه في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية، إذ يمكن للأفراد والشركات من خلالها تداول المنتجات المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية، كما تقوم الأسواق المالية أيضا بالمساهمة في تمويل خطط التنمية والحد من التضخم وتشجيع الاستثمار وهو ما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الرفاهية والازدهار.

كان ظهور الأسواق المالية نتاجا لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي فانطلاقا من نظرية "آدم سميث" التي تقول أن تقسيم العمل يعتمد على حجم السوق، حيث برهن أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، الذي ينتج عنه التطور المالي فزيادة حجم المعاملات المالية يلزم بإصدار قوانين تنظم عملية انتقال رؤوس الأموال بكل حرية وهكذا ظهرت فكرة الأسواق المالية.

1- مفهوم الأسواق المالية:

تعدد مفاهيم الأسواق المالية حسب اختلاف آراء الباحثين والخبراء الاقتصاديين، فيما يلي سنعرض أهم التعاريف الشاملة لمفهوم الأسواق المالية.

التعريف الأول: تعرف الأسواق المالية على أنها "المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين)، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين) وتتداول داخل إطارها التنظيمي الأصول المالية"¹.

¹ محمد يونس، عيد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص127.

التعريف الثاني: تعرف على أنها " مكان التقاء عارضي الأموال (المدخرين) بطالبي الأموال (المستثمرين)، حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي، أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج"¹.

التعريف الثالث: يعرف السوق المالي على أنه " الآلية التي تمكن وتسهل للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الاستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوق الكفاء"².

التعريف الرابع: أشار **M.Depallens** إلى الأسواق المالية على أنها "...تواجه العروض والطلبات لرأس المال في الأجل الطويل وتتألف من سوق رأس المال في الأجل الطويل، وتتمثل في مجموع القروض والطلبات لرأس المال المخصص للاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات، والتوظيف في الأجل الطويل..."³.

التعريف الخامس: " يعد السوق المالي حلقة لتمويل المشاريع الاقتصادية وتعتبر كسوق أولية، وزيادة على ذلك فهي تشمل سوقا ثانويا يتم فيها تداول القيم المنقولة المصدرة مسبقا، فلها بذلك دوين رئيسيين هما تقييم الأصول المالية و إعطاء المعلومات الاقتصادية"⁴.

من خلال عرض مختلف التعاريف السابقة نستطيع القول أن الأسواق المالية هي أسواق يتم فيها تداول الأصول المالية بين الوحدات المدخرة ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي الراغبة في استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة عبر وسطاء ماليين متخصصين من خلال قنوات اتصال تعتمد على تكنولوجيا عالية.

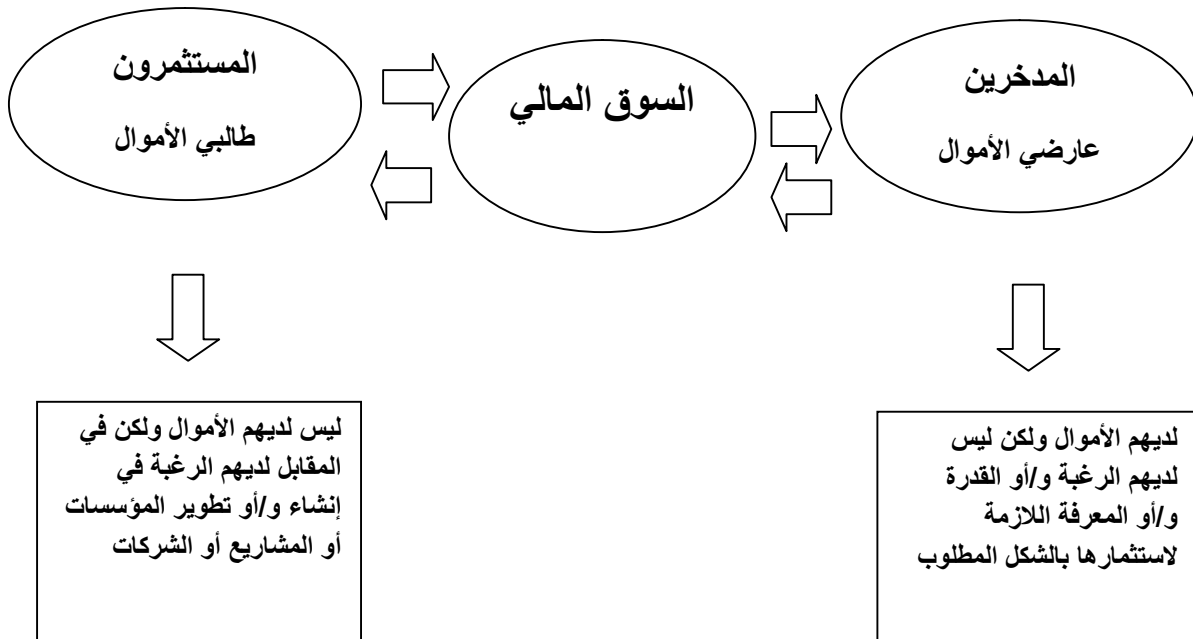
¹ محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 01.

² السيد متولي عيد القادر، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 67.

³ Guy Caudamine, Jean Montier, « Banque et marché financier », Edition Economica, Paris, 1998, P239.

⁴ B.Jaquilat et B.Solnik, « Marchés financier et gestion de portefeuille », Dunod Edition, Paris, 1993, P08.

الشكل رقم (02): مخطط يشرح مفهوم الأسواق المالية.



المصدر: من إعداد الباحثة

2- دور الأسواق المالية ووظائفها:

تنظم الأسواق المالية حركات رؤوس الأموال بحيث تعمل على توفير السيولة وتعبئة المدخرات غير الموظفة في الدولة والاستخدام الأمثل لها عبر توجيهها نحو قنوات استثمارية مما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وزيادة الرفاهية والازدهار في المجتمع فيما يلي سنتعرض دور وأهم وظائف الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني:

✓ مكانا لالتقاء وحدات الفائض المالي بوحدات العجز المالي:

تعتبر الأسواق المالية مكانا لالتقاء مختلف المتعاملين الاقتصاديين ضمن إطار رسمي وآمن ومنظم للقيام بعملية التداول بكل شفافية و إتمام صفقات الشراء والبيع المختلفة، بالنسبة لكيفية تحديد أسعار الأوراق المالية

فهي تتحدد وفقا لظروف السوق السائدة أي وفقا لآليات الطلب والعرض من خلال المفاضلة أو المزايدة وتتأثر أسعار الأوراق المالية بالمؤشرات الاقتصادية وحتى بالحالة الاقتصادية التي تكون عليها الأسواق المالية.

✓ تمويل ودعم الاقتصاد الوطني:

تقوم الأسواق المالية بتمويل خطط التنمية (المشاريع التنموية) أو تمويل العجز في ميزانية الدولة، مما ينجر عنه حاجة كبيرة لرؤوس الأموال وهنا يظهر دور الأسواق المالية التي تقوم بإصدار أوراق مالية و إشراك مختلف القطاعات (الخاصة والعامه) في تمويل هذه المشاريع¹ بدل اللجوء إلى الاقتراض الخارجي الذي يترتب عليه أعباء كثيرة.

✓ توفر عدة قنوات مالية وتكبح الآثار التضخمية:

توفر الأسواق المالية قنوات مالية جيدة للأفراد والمؤسسات والشركات لتحقيق العوائد من خلال عمليات الاستثمار وهو ما يؤدي إلى رفع معدلات التوظيف. كما تقوم بالمساعدة في كبح الآثار التضخمية في البلاد، إذ أن مختلف صيغ التمويل التي تمنحها الأسواق المالية تمول المشاريع دون الحاجة إلى خلق أو إصدار نقود جديدة.

✓ توفير الفرص الاستثمارية:

تمنح الأسواق المالية المستثمرين فرصة الاختيار المناسب للأداة الاستثمارية المناسبة لهم (أسهم، سندات، أدوات أخرى...) بالإضافة إلى التكلفة والعائد المتوقع ونسبة المخاطرة حيث يقوم المستثمر باختيار ما يناسبه وما يناسب رغباته، كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته مما يجعلها مكانا حيويا لتداول الأوراق المالية المختلفة.

✓ تعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها:

تساهم الأسواق المالية في حشد المدخرات الوطنية وتوظيفها مما ينتج عنه الحد من ارتفاع معدلات التضخم في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم بامتصاص فائض السيولة غير الموظف وتنشيطه وتحريكه في الأسواق المالية مما ينتج عنه زيادة مستويات الإنتاج ورفع مستوى الكفاءة الإنتاجية.

¹ رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعترف للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص12.

✓ مرآة عاكسة لآداء وضعية الشركات والحالة الاقتصادية للدولة:

تعد الأسواق المالية مركزاً حيويًا لمختلف الشركات والمؤسسات المتابعة وتحليل آدائها المالي وحركة أسهمها ونتائج أعمالها، أي أنها تعكس المراكز المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية ومرآة عاكسة لمستوى أداء القطاعات الاقتصادية الحالي ومؤشراً لحالته في المستقبل¹، وتتأثر الأسواق المالية بأي تغيرات تحدث في الاقتصاد أو ممكن بتغيرات مفاجئة قد تطرأ على السوق كالأحداث السياسية أو الحروب أو غيرها... الخ.

✓ أداة لتخفيض المخاطر:

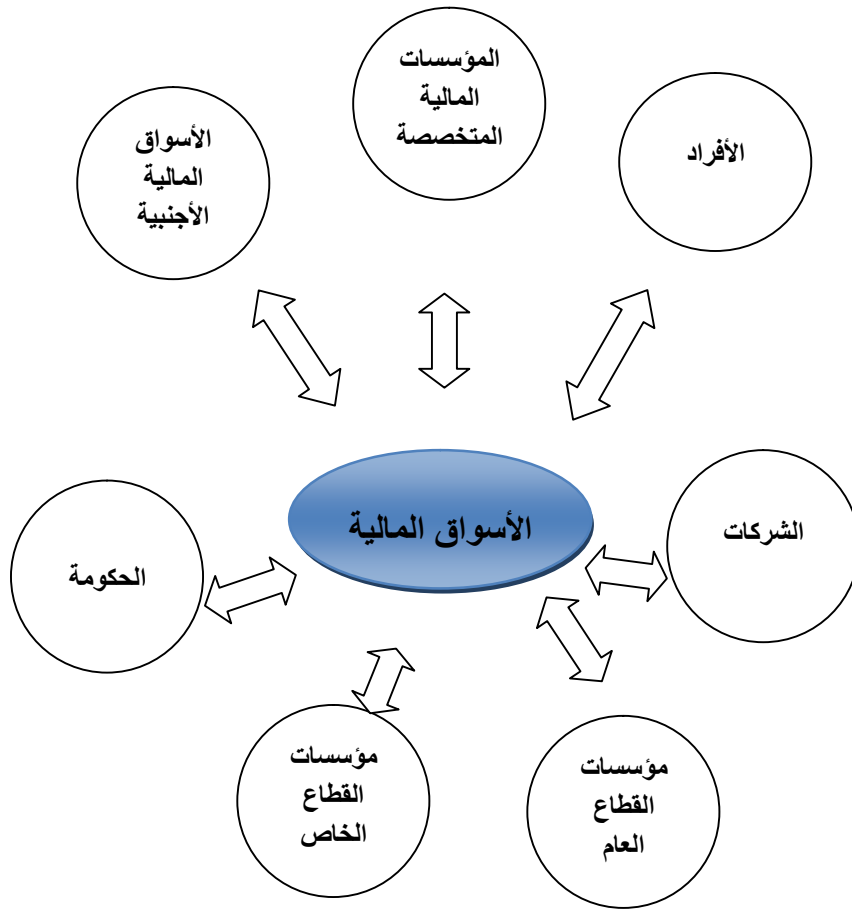
للأسواق المالية دور في تخفيض المخاطر من خلال توفير السيولة بصفة مستمرة وتحويل الأوراق المالية إلى سيولة من خلال بيعها في سوق يتمتع بشفافية المعلومات.

✓ تقوم بتنشيط حركة رؤوس الأموال وربطها مع العالم الخارجي:

تعمل الأسواق المالية على ربط الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية العالمية و جذب الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل مما يؤدي إلى تدفق المزيد من رؤوس الأموال للشركات والمؤسسات المحلية، وتعني زيادة دخول المستثمرين الأجانب إلى الأسواق المالية المحلية ارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية وتعزيز ممارسات الحكم الرشيد في الشركات المدرجة على مستوى السوق المالي ما يؤدي إلى ارتفاع مستوى كفاءة بيئة المعلومات والإفصاح.

¹ محمود الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007، ص 89.

الشكل رقم (03): مخطط يبرز أهم المتعاملين الاقتصاديين مع الأسواق المالية.



المصدر: من إعداد الباحثة.

3- المتطلبات الأساسية لإنشاء الأسواق المالية:

يستوجب إقامة الأسواق المالية توفر مجموعة من الشروط والمتطلبات التي تشكل ركائز أساسية لإنشاء

الأسواق المالية وتستطيع أداء الدور الموكل لها على جميع الأصعدة وتمثل أهم هذه الشروط في ما يلي:

✓ توفر مناخ استثماري جيد: من المقومات الأساسية لإقامة الأسواق المالية هو توفر الاستقرار الاقتصادي

والنقدي و السياسي لتسهيل تدفق رؤوس الأموال من وإلى الخارج وتعبئة أكبر قدر من المدخرات .

✓ تطوير النظام المصرفي والمالي عبر توفير مؤسسات مصرفية ومالية متنوعة تلعب دور الوساطة المالية ومن ثم تحقق تقارب بين العرض والطلب لتصرف المدخرات عبر قنوات مالية رسمية فضلا عن رسم سياسات اقتصادية رشيدة ومرنة.

✓ توفر إطار تنظيمي و تشريعي ملائم وهيكل مؤسسي متكامل ينظم ويراقب ويشرف على جميع أنشطة الأسواق المالية وقادر على التكيف مع مختلف التغيرات الاقتصادية المحلية والدولية مثلا الإشراف على كمية الأوراق المالية المصدرة والمتداولة، عدد الشركات المدرجة في السوق وشروط إدراجها، العمل على بساطة إجراءات المعاملات المالية، توضيح شروط منح التراخيص للممارسة لممارسة نشاطهم، إصدار قوانين تحمي المتعاملين من المخاطر في السوق وغيرها....

✓ ضرورة وجود ثقافة الاستثمار بالأوراق المالية خاصة بين الأفراد فهي توفر فرصة لتوجيه تدفق المدخرات باتجاه تداول الأوراق المالية في السوق المالي¹.

✓ ضرورة توفر شركات مساهمة ذات جدوى اقتصادية وسمعة جيدة وذات ربحية مجزية.

✓ تنوع الأوراق المالية ذات المزايا والآجال المختلفة تضمن للسوق فعالية وتتيح للمستثمر خاصية المفاضلة بين الأدوات المالية حسب ما يناسب ميولاتهم واختياراتهم وإمكانيتهم مما يساعد على ازدهار السوق من خلال زيادة الإقبال عليه².

✓ زيادة عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية الملتزمة بقواعد الإفصاح المالي وتقديم البيانات والمعلومات بكل شفافية مما يتيح للمستثمرين اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بناء على الإفصاح المالي للشركات¹، ويتمثل

¹ خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية. دراسة تطبيقية-المستثمرون في قطاع غزة"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم محاسبة وتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، غير منشورة، 2006، ص 39.

² خالد محمد نصار، مرجع سابق، ص 39.

الإفصاح المالي بمدى التزام الشركات بنشر قوائمها المالية دورياً وتقارير مفصلة عن نتائج أعمالها ومركزها المالي والتدفقات المالية الداخلية والخارجية لها وتقديم المعلومات الحقيقية حول العمليات المالية التي تساهم في تحسين وظيفة التنبؤ².

كخلاصة يمكن القول أن الأسواق المالية لها دوراً ذو أهمية كبيرة في تأمين الموارد التمويلية للمشاريع الاستثمارية التي هي بحاجة إلى موارد أكبر من مدخراتها، مقابل توظيف الفوائض المالية التي تتحقق للمدخرين بما يفوق احتياجاتهم الاستثمارية.

ومع استمرار تطور النظام الرأسمالي وتعزيز قدراته الإنتاجية وتزايد الاحتياجات التمويلية وازدياد حركة رؤوس الأموال تزايدت أهمية الأسواق المالية وأصبحت تشكل نواة أساسية لتعزيز النمو الاقتصادي، فالدول مطالبة بإنشاء وتنظيم وتعزيز الأسواق المالية نظراً لدورها الكبير إذا أرادت فعلاً أن تحقق نهضة اقتصادية شاملة وأن تبني اقتصاداً متطوراً قائماً على نظام الحرية الاقتصادية.

¹ صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية - الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح"، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2003، ص 22.

² زلاطو نعيمة، دانة أحمد، "دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل للشركات"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022، ص 359-364.

المحاضرة الثالثة: أنواع الأسواق المالية (مفهوم السوق النقدي، أهميته، أقسامه، الأدوات

المستخدمة فيه)

تنقسم الأسواق المالية إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال وتعتبران ركيزة أساسية للنظام المالي العالمي حيث توفر الأسواق النقدية احتياجات الشركات والمؤسسات والمستثمرين من السيولة النقدية والأصول المالية قصيرة الأجل، تم تخصيص هذه المحاضرة فقط للسوق النقدي حيث سنعرض مفهومه، أهميته، أقسامه، والأدوات المستخدمة فيه، وستتطرق إلى سوق رأس المال في محاضرة أخرى.

السوق النقدي: يعرف أيضا بأنه سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، حيث يعتبر السوق النقدي مصدر من مصادر التمويل من خلال توفير الأدوات المالية قصيرة الأجل.

1- مفهوم السوق النقدي:

هو سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة (أي إقراض الأموال بهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة أقل من سنة واقتراض الأموال بهدف تمويل حاجات معينة لأجل أقل من سنة)، يتمثل في تعامل الأفراد والمؤسسات النقدية ممثلة بالبنك المركزي كأعلى سلطة نقدية إلى جانب البنوك التجارية وبعض المؤسسات المالية كالحزينة العمومية ومؤسسات الادخار بالأدوات المالية قصيرة الأجل.

يتم الاعتماد على الأسواق النقدية في الدول النامية بشكل كبير نظرا لسهولة استخدام أدواتها كالأوراق التجارية مثلا وقلة مخاطرها مقارنة مع الأسواق الأخرى، وعائدات منخفضة على الاستثمارات.

وتتميز أدواتها المالية بتصنيفات ائتمانية جيدة كونها صادرة من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنك المركزي والبنوك التجارية وحتى الحكومات، لذلك تكون احتمالات عدم الوفاء بالديون منخفضة جدا¹، وتتميز

¹ محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 03، 2004، ص197.

الأسواق النقدية أيضا بكثرة المتعاملين معها (تعاملات بأحجام كبيرة لكثرة المستثمرين والمتعاملين من بائعين ومشتريين بها) مما ينتج عنه سرعة تسهيل أدواتها المالية¹.

2- أهمية الأسواق النقدية:

تستخدم السوق النقدية كوسيلة لتمويل الأنشطة وتوفير السيولة للمؤسسات المالية والشركات والحكومات والأفراد عبر الأدوات المالية قصيرة المدى وتشكل أداة للمستثمرين الذين يقرضون هذه المؤسسات للحصول على عائد خلال مدة لا تتجاوز سنة واحدة.

تلعب السوق النقدية دورا كبيرا في تعزيز عملية التنمية الاقتصادية ذلك من خلال تأمينها لقنوات مالية رسمية لتوجيه وتوزيع رؤوس الأموال وضخها في الاقتصاد الوطني، أي فتح مصادر تمويلية جديدة وجيدة التصريف في النظام المالي، فينتج عن ذلك فتح الفرصة للمستثمرين لتنويع استثماراتهم وتمكين مشاريع الأعمال².

وللأسواق النقدية دورا في رسم السياسة النقدية للدولة حيث تقوم السلطات النقدية ممثلة بالبنك المركزي والذي يعتبر أعلى سلطة نقدية هرمية في البلاد، بالرقابة الفعلية على السياسة الائتمانية للدولة، وذلك من خلال التدخل المباشر وغير المباشر في الإشراف على أسعار الفائدة وهندستها حسب الظروف الاقتصادية للدولة وكذلك إعطاء الاعتماد للبنوك التجارية التي توفر مختلف الخدمات المصرفية اللازمة في السوق النقدي.

¹ هوشيار معروف كاكما مولا، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 01، 2016، ص 69.
² عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، "أسواق الأوراق المالية - نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها"، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، 2016، ص 76.

3- أقسام الأسواق النقدية:

لا يوجد تقسيم موحد للأسواق النقدية فكل بلد تعتمد على هيكل معين وذلك حسب درجة تطور نظامها المصرفي والمالي، وحسب مدى استقلالية البنك المركزي في اتخاذ القرارات وتنقسم الأسواق النقدية إلى سوقين هما:

➤ **أسواق الخصم:** هي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة والأوراق التجارية وشهادات الودائع وغيرها، إذ تقوم البنوك التجارية بإعادة خصم الأوراق التجارية التي خصمتها بيوت الخصم من قبل، وتعد هذه الأوراق التجارية الأكثر سيولة بعد النقود السائلة والودائع البنكية المودعة لدى البنك المركزي.

➤ **أسواق القروض قصيرة الأجل:** تصدر هذه الأسواق جميع القروض التي لا تتجاوز مدتها سنة واحدة، يشمل المتعاملون في أسواق القروض قصيرة الأجل الأفراد والمشروعات والبنوك التجارية وبعض المؤسسات المتخصصة في الإقراض.

4- الأدوات المستخدمة في السوق النقدي: تتمثل أدوات الاستثمار الأكثر استخداما في السوق النقدي

فيما يلي:

الأوراق التجارية:

تختلف تعاريف الأوراق التجارية باختلاف التشريعات القانونية، فحسب جمال الدين علي عوض تعرف الأوراق التجارية على أنها "صكوك مكتوبة بشكل قانوني محدد تتضمن التزاما بدفع مبلغ من النقود في وقت معين أو قابل للتعيين، ويمكن نقل الحق الثابت فيها بطريق التظهير أو المناولة"¹.

¹ جمال الدين علي عوض، "الأوراق التجارية السند الاذني -الكمبيالة-الشيك - دراسة للقضاء-، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، 1995، القاهرة، مصر، ص 05.

كما تعرف أيضا على أنها "صكوك مكتوبة وفقا للأوضاع التي حددها القانون تتضمن التزاما بدفع مبلغ معين من النقود في ميعاد معين أو قابل للتعيين باسم من يجب الوفاء له أو لأمره، وتقوم مقام النقود في الوفاء لسهولة تداولها ولقبول العرف التجاري لها"¹.

استنادا للتعريفات التي تم عرضها أعلاه نستنتج أن الأوراق التجارية هي وعد مكتوب لسداد قيمة مالية معينة تتراوح فترة استحقاقها ما بين يوم و 270 يوم، يتم إصدارها من طرف البنوك والشركات الكبيرة ذات السمعة الجيدة لإتمام عمليات الشراء والبيع الآجل. تسهل الأوراق التجارية الحياة التجارية للتجار والشركات كوسيلة بديلة للنقود، تقوم بالوفاء بمختلف الالتزامات المالية والديون وتحقق الائتمان التجاري كما أنها محدودة المخاطر.

تجدر الإشارة أن هناك عدة أنواع للأوراق التجارية وتنقسم إلى "أوراق مباشرة" صادرة عن البنوك التجارية والصناديق الاستثمارية وشركات التأمين أما النوع الثاني فهي "أوراق صناعية" وهي صادرة عن الشركات غير المالية متمثلة في الشركات الصناعية وشركات النقل وغيرها وتمثل أهم الأوراق التجارية في الكمبيالات (السفتجة) والسندات الإذنية.

أذونات الخزانة:

هي صكوك تصدرها الحكومات لغرض الاقتراض، وهي إحدى أدوات الدين الحكومية قصيرة الأجل تصدر لحاملها وتتراوح فترة استحقاقها ما بين 03 - 12 شهر، تستخدمها الحكومات لسداد ديونها أو بغية تمويل عجز ميزانيتها أو للسيطرة على الكتلة النقدية الموجودة في السوق، ففي حالة التضخم مثلا تطرح الحكومة

¹ أحمد نصر الجندي، "الأوراق التجارية والإفلاس في قانون التجارة الجديد"، دار الكتب القانونية، 2012، ص 06.

أذونات الخزانة للبيع وذلك لسحب السيولة الكبيرة المتداولة في السوق، وتبيعها الحكومات للمستثمرين الأفراد أو المؤسسات مقابل فائدة محددة مسبقا عند تاريخ الاستحقاق.

تتميز أذونات الخزانة بالسيولة العالية نظرا لسرعة تداولها في السوق وانخفاض تكاليف التداول بها، وتعتبر من أكثر الأدوات المالية أمانا وضمنا في الأسواق النقدية بصفتها صادرة عن جهة حكومية، مما يزيد من الإقبال عليها من طرف المتعاملين شراء وبيعا، مما يزيد التنافس عليها في السوق ويحقق السعر العادل لكافة المتعاملين في الأخير¹.

القبول المصرفي:

يستخدم كأداة لاقتراض وإقراض في المعاملات التجارية الخارجية، تتراوح فترة استحقاقه ما بين شهر و9 أشهر وتعتبر إحدى أدوات الدين قصيرة الأجل وهو اتفاق تعاقدي بين المستوردين في الداخل لدفع المبلغ المستحق لاستلام البضاعة في تاريخ محدد في المستقبل من طرف البنك للمصدرين في الخارج، بمعنى أمر دفع بطلب الزبون بمقتضاه من البنك الدفع له أو لطرف ثالث مبلغ محدد من المال في موعد محدد في المستقبل، أي أن البنك يكون بمثابة الضامن لتسديد قيمة الورقة عندما لا تستطيع الشركة (المستورد) السداد.

تعتبر القبولات المصرفية من أكثر الأدوات شيوعا واستخداما في السوق النقدي خاصة في مجال التجارة الخارجية بما أنها تعمل على تشجيع التصدير أو بالأحرى تمويل الاستيراد².

¹ هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سابق، ص134.

² حسين بني هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002، ص166.

شهادات الودائع:

تعرف على أنها " صك باسم شخص معين أو لأمره أو للحامل يتلقاها العميل من قبل البنك، وهذا في عملية إصدار هذه الشهادات ليشتريها الجمهور من البنك "¹، بمعنى آخر أنها شهادات موثقة من البنك لسداد قيمة الشهادة المودعة في تاريخ لاحق.

تستخدم البنوك شهادات الودائع لتشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، وتعد وثيقة استثمار قابلة للتداول تصدر لحاملها أو لأمر وتميز بخاصية كونها تقبل التداول بالطرق التجارية غير أنها ليست ورقة تجارية، وتستحق عند الطلب أو لأجل كما لا تتجاوز فترة استحقاقها مدة سنة واحدة.

تتميز شهادات الودائع بخاصية أنه لا يجوز لحاملها الرجوع إلى البنك المصدر لها في حال إذا أراد استرجاع قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق وتوفر السيولة لحاملها في حال أراد التصرف بها في أي وقت .

اتفاقيات إعادة الشراء:

هي إحدى الأدوات المستعملة في السوق النقدي وهي إحدى أشكال الاقتراض قصير الأجل يعتبر فرصة للاستثمار النقدي لفترة زمنية قصيرة عادة ما يكون متفق عليها، عادة ما يتم إعادة الشراء باستخدام الأوراق المالية الحكومية المحلية. تستخدم البنوك التجارية اتفاقيات إعادة الشراء بهدف ضخ السيولة في السوق النقدي بطريقة غير مباشرة وتعتبر وسيلة مضمونة وآمنة.

كخلاصة يمكن القول أن الأسواق النقدية يعتمد عليها في الحصول على التمويل في اقتصاديات المديونية، حيث أن الأوراق التجارية، أذونات الخزنة، شهادات الودائع هي الأدوات المالية الأكثر استخداما في الأسواق النقدية أما بالنسبة للتعاملات الخارجية فالقبولات المصرفية فهي الوسيلة الأكثر شيوعا، وتتمتع الأسواق النقدية بكفاءة عالية وانخفاض درجة المخاطرة، مما يسمح بحصول تعاملات كبيرة وبسرعة فائقة.

¹ نبيل سهام، " الودائع المصرفية "، مذكرة ماجستير في الحقوق فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، دون سنة، ص 39.

المحاضرة الرابعة: سوق رأس المال (مفهومه، أهميته، أقسامه، الفرق بينه وبين السوق

النقدي).

برزت أهمية أسواق رأس المال نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في الاقتصاد إذ أضحت أداة هامة لتوفير السيولة من خلال الإكتتاب في الأسهم والسندات لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة وإشباع حاجات ورغبات المتعاملين، حيث يعمل سوق رأس المال على تحقيق التوازن بين قوى الطلب والعرض لإتمام المعاملات المالية وتنشيط الاستثمار .

تنقسم الأسواق المالية إلى الأسواق النقدية التي فصلنا فيها في المحاضرة السابقة وأسواق رأس المال التي يتمحور نشاطها في بيع وشراء الأوراق المالية، حيث تربط الأسواق المالية بين الأنشطة الاستثمارية قصيرة الأجل التي تنشط في السوق النقدي وبين الأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل التي تنشط في أسواق رأس المال.

سنتطرق في هذه المحاضرة إلى مفهوم سوق رأس المال، أهميته وأقسامه المختلفة بالإضافة إلى الفرق بينه وبين السوق النقدي.

1-تعريف سوق رأس المال:

هو سوق يهتم بالمعاملات المالية متوسطة وطويلة الأجل، وهو السوق المنظم لتداول الأسهم والسندات يتم التعامل فيه بالبيع والشراء لمختلف الأصول المالية، هو المكان الذي تلتقي فيه وحدات الفئات المالي بوحدة العجز المالي للقيام بالمعاملات طويلة الأجل¹.

¹ أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة 01، 2004، ص 120.

"هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل التي يزيد آجال استحقاقها عن عام سواء أوراق ملكية أو ديون، وطبيعة هذه الأوراق من حيث طول أجلها تجعل أسعار هذه الأوراق المالية حساسة بدرجة كبيرة لمخاطر سعر الفائدة، ويتوقف حجم التداول في سوق رأس المال على عدد الأوراق المالية المصدرة والقيمة السوقية لهذه الأوراق"¹.

"يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، القروض بأنواعها فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي الذين ليسو في حاجة للأموال ومن ثم يتم التعامل على أساس الاتفاق بناء على الأموال والعوائد المتوقعة"².

تتميز أسواق رأس المال بارتفاع عوائدها وأنها الأكثر تنظيماً مقارنة مع الأسواق الأخرى والأكثر مخاطرة لطول آجالها³، تساعد أسواق رأس المال في تنمية الادخارات وتشجيع الاستثمارات وتعزيز معدلات النمو الاقتصادي.

2- أهمية أسواق رأس المال:

تلعب أسواق رأس المال دوراً حيوياً في الاقتصاد حيث تجد مختلف الأصول المالية بيئة مناسبة لها للتداول حيث تؤدي وظيفتها بأقصى كفاءة وفعالية، فهي تلعب دوراً مهماً في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد بجميع أشكاله وآجاله وتعبئته وإعادة توجيهه إلى المستثمرين عبر وسطاء ماليين بغرض تمويل مشاريع معينة، ما ينتج عنه زيادة الكفاءة الإنتاجية و التعاملات المالية ومن ثم زيادة معدل النمو الاقتصادي⁴.

¹ نهال فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 11.
² رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص 06.

³ حسين بني هاني، مرجع سابق، ص 15.

⁴ هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، ص 09 متاح على الرابط التالي:

[https://www.qfma.org.qa/English/MediaCenter/Documents/investorawareness/Introduction to capital markets.pdf](https://www.qfma.org.qa/English/MediaCenter/Documents/investorawareness/Introduction%20to%20capital%20markets.pdf)

تعكس أسواق رأس المال قوة الاقتصاد فهي تعد مؤشرا حقيقيا لحالة السوق وظروف الاستثمار كما أنها تعكس مستوى أداء القطاعات الاقتصادية والأداء المالي للشركات كما تتيح أسواق رأس المال امتصاص فائض السيولة النقدية في حالة ارتفاع معدلات التضخم بل وتوظيف هذه السيولة نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك. وفي هذا السياق تسعى الكثير من الدول النامية جاهدة متبعة خطى الدول المتقدمة إلى استقطاب الاستثمارات الأجنبية¹ نظرا لأنها تعمل على زيادة عمق وسيولة الأسواق المالية، بالإضافة إلى قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية فانه يقوم كذلك بتحويل التكنولوجيا والخبرة الفنية والمهارات التسويقية والإدارية ومهارات عديدة أخرى إلى الدول المضيفة².

3- أقسام أسواق رأس المال: تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة:

1- أسواق حاضرة:

تسمى كذلك بالأسواق الفورية نظرا لإمكانية انتقال ملكية الورقة المالية للمشتري فورا عند إتمام الصفقة حال ما يدفع قيمتها وتنقسم إلى:³

❖ **أسواق أولية:** تسمى بسوق الإصدارات، هي أسواق تباع فيها وتشتري الإصدارات الجديدة من

الأوراق المالية (كالأسهم والسندات مثلا) التي تصدرها الهيئات والشركات، وتطرح للتداول لأول مرة بهدف تمويل عملياتها الاستثمارية⁴ وتلبية احتياجاتها التمويلية.

¹ عاطف علاونة، "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، 2008، ص 07.

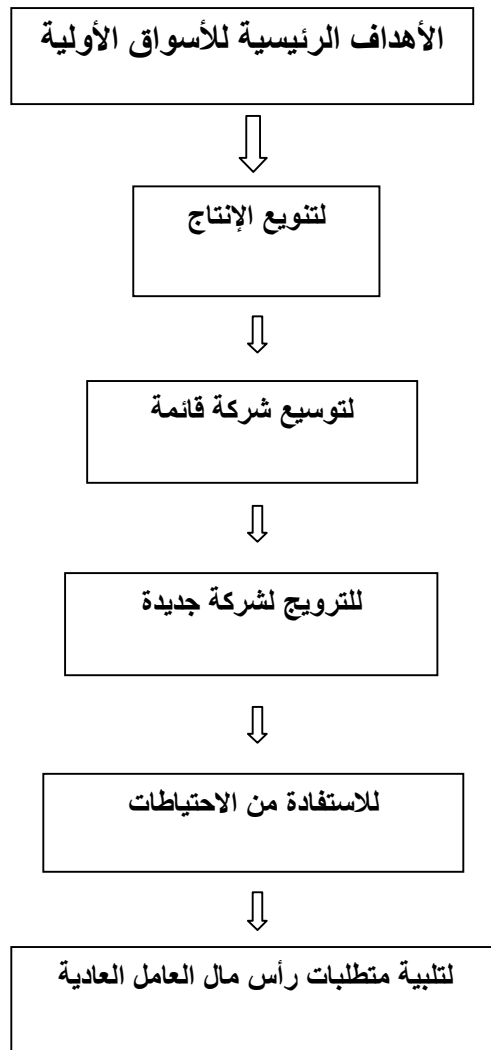
² عاطف علاونة، مرجع سابق، ص 03.

³ محمود محمد سمير، محمود المصري، "تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2011، ص 16.

⁴ أحمد أبو الفتوح الناقية، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 21.

تقوم الشركات أو المؤسسات أو المنشآت بطرح جزء من رأسمالها على شكل أوراق مالية ودعوة الشركات والجمهور للاكتتاب فيها، فينتج عن ذلك علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (الشركة المصدرة لها) والمكتب¹، فيما يلي عرض للأهداف الرئيسية للأسواق الأولية في المخطط التالي:

الشكل رقم (04): مخطط للأهداف الرئيسية للأسواق الأولية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية،

مصر، 2003، ص18.

¹ أديب قاسم شندي، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة: سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013، ص158.

❖ أسواق ثانوية:

يطلق عليها بأسواق التداول وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها لأول مرة في الأسواق الأولية، توفر الأسواق الثانوية الأرباح والسيولة لمستثمريها¹ وتعتبر الأسواق الثانوية قاعدة فعالة للأسواق الأولية² وتنقسم هذه الأسواق بدورها إلى:

أ- أسواق منظمة:

تعرف بالبورصات أو بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية ، حسب حسين عبد المطلب الأسرج " تعرف البورصات على أنها الأسواق المنظمة، وما هي إلا أسواق لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومختصين جدا في هذا النوع من النشاط وهذه التعاملات تجري في مكان محدد وهو البورصة، ويمكن تصنيف أفراد المجتمع اقتصاديا إلى مجموعتين، وفي أوقات محددة وبحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات"³.

عرفها سمير عبد الحميد رضوان "هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدون في الاستفادة من تقلبات الأسعار، تعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"⁴.

¹ جبار محفوظ، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الطبعة 01، الجزائر، 2002، ص 63.
² بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، (رسالة غير منشورة)، 2012/2011، ص 03.

³ حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، الأهرام الاقتصادي، مصر، 2005، ص 12.

⁴ سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص 27.

أشار عبد الله السلمي للبورصات على أنها " سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة ومساعدوهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ولوائح محددة"¹.

يتبين من خلال عرض مختلف هذه التعاريف أن البورصات لها هياكل تنظيمية ومؤسسية منظمة وهي تخضع للقوانين والإجراءات التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها الأوراق المالية المسجلة بصفة رسمية الصادرة عن شركات المساهمة المقيدة في البورصة، هي شركات تستوفي شروط الإدراج الصادرة عن لجنة الأوراق المالية بالبورصة وتمثل شروط الإدراج في حجم أصول الشركة ومستوى أرباحها، عدد المساهمين وغيرها....

ب- أسواق غير منظمة:

يطلق عليها بالأسواق الموازية وهي لا تخضع لقوانين الأسواق المنظمة، يجري التعامل فيها بالأوراق المالية غير المقيدة في البورصات وتمتاز بسهولة ومرونة التعامل فيها بحكم تحررها من مختلف الشروط والقيود التي تفرضها البورصات².

وفي الغالب لا تتوفر الأسواق غير المنظمة على أماكن محددة لإجراء عمليات التداول، بل تتم عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين يتم بينها التفاوض وإجراء المعاملات بالأدوات المالية التي لا تستوفي شروط الإدراج³، كما تمتاز الأسواق غير المنظمة بقلّة تكاليفها مقارنة مع الأسواق المنظمة.

تنقسم الأسواق غير المنظمة بدورها إلى أسواق ثالثة وأسواق رابعة وسنتعرف على كل منهما فيما يلي:

¹ عبد الله السلمي، "التغيرات في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصية وحكمة"، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 25-29 ديسمبر 2010، ص18.

² عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، ص30-31.

³ عاطف وليم أندرواس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص10-09.

- أسواق ثالثة:

هي جزء من الأسواق غير المنظمة تتكون من السماسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة (البورصات)، تجدر الإشارة هنا أن السماسرة الأعضاء في الأسواق المنظمة لا يحق لهم تنفيذ أي تعاملات في الأسواق غير المنظمة والعكس صحيح، كما أنهم ينافسون بعضهم البعض.

يتمثل عملاء هذا السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد، وتمتاز تعاملات هذا السوق بسرعة التنفيذ وانخفاض التكلفة¹ لكون تمتع هذا السوق بخصم العمولة غير الموجود في البورصة، والسبب هو أن السماسرة الأعضاء في السوق الثالث لا يدفعون أي رسوم عضوية في السوق مقابل نشاطاتهم وخدماتهم.

- أسواق رابعة:

هي الأسواق الذي يتم التعامل فيها بيعا وشراء للأوراق المالية بين الشركات الاستثمارية الكبرى والأغنياء بصفة مباشرة ودون تدخل أو وساطة من السماسرة، ويمتاز هذا السوق بسرعة تنفيذ الصفقات وانخفاض التكاليف كذلك².

2- أسواق آجلة:

تسمى كذلك بالأسواق المستقبلية أو أسواق المشتقات المالية، تقوم هذه الأسواق على مبدأ اشتقاق أسعار أدواتها المالية من الأدوات المالية الرئيسية (أسهم، سندات، عملات وغيرها...)، أي أنها تتعامل بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة لكن يتم تنفيذها في تاريخ مستقبلي لاحق³.

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 79.

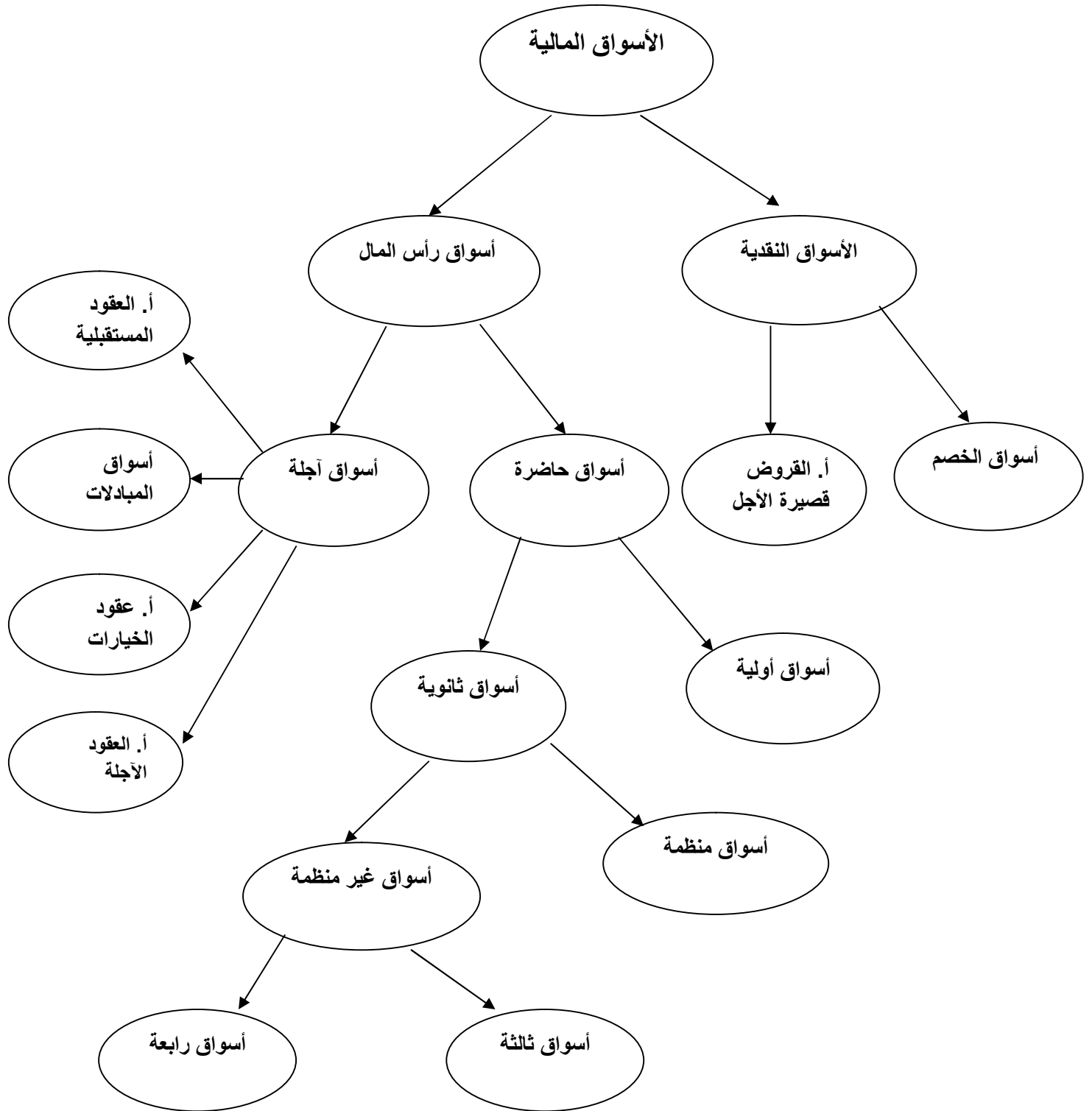
² بلعزوز بن علي، مرجع سابق، ص 149.

³ عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2001، ص 49.

تنقسم الأسواق الآجلة إلى أربعة أسواق هي أسواق العقود المستقبلية التي يتم فيها بيع وشراء العقود المستقبلية وأسواق المبادلات التي يتم فيها تداول عقود المبادلة وأسواق عقود الخيارات التي يتم فيها بيع وشراء عقود الخيارات وأسواق العقود الآجلة التي يتم فيها تبادل العقود الآجلة، سيتم تخصيص محاضرة للتفصيل في العقود المشتقة والتعرف على كل ما يخص المشتقات المالية.

تم تلخيص كل ما سبق ذكره عن أقسام الأسواق المالية في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): مخطط عن تقسيمات الأسواق المالية.



المصدر: من إعداد الباحثة.

4- الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال:

تشابه السوق النقدية مع سوق رأس المال كون أن كلاهما يمكنان الشركات والمؤسسات من الحصول على تمويل أنشطتها وأعمالها، كما تمكن المستثمرين الحصول على عائدات لكن بالمقابل هناك العديد من الاختلافات يمكننا إيجازها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الفرق بين الأسواق النقدية وأسواق رأس المال.

أسواق رأس المال	الأسواق النقدية
<ul style="list-style-type: none"> ● عوائد أسواق رأس المال مرتفعة. ● المخاطر مرتفعة بسبب طول آجالها وتتمتع البورصات بالعديد من المخاطر. ● سوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل. ● المعاملات المالية في أسواق رأس المال طويلة الأجل. ● الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال تتجاوز فترة استحقاقها مدة سنة. ● تشمل الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال الأسهم والسندات والمشتقات 	<ul style="list-style-type: none"> ● عوائد الأسواق النقدية منخفضة. ● المخاطر منخفضة بسبب قصر آجالها. وكونها صادرة من مؤسسات حكومية و ذات جدارة إئتمانية جيدة. ● سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل. ● العمليات الائتمانية في الأسواق النقدية قصيرة الأجل. ● الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة. ● تشمل الأدوات المالية المستخدمة في الأسواق النقدية الأوراق التجارية، أذونات

<p>المالية وأدوات الدين المضمونة.</p> <ul style="list-style-type: none"> ● تهدف أسواق رأس المال إلى توفير السيولة والدخل. ● أبرز المتعاملون في هذا السوق هم المؤسسات غير المصرفية والبنوك التجارية والبورصات ... الخ. ● تكاليف المعاملات في أسواق رأس المال غير مكلفة ولا تتطلب مبالغ مرتفعة. 	<p>الجزائرية، القبولات المصرفية وشهادات الودائع بالإضافة إلى أدوات أخرى.</p> <ul style="list-style-type: none"> ● تهدف الأسواق النقدية إلى توفير السيولة. ● أبرز المتعاملون في هذا السوق هم المؤسسات غير المالية وبيوت الخصم والبنوك التجارية والبنك المركزي... الخ. ● تكاليف المعاملات في الأسواق النقدية مرتفعة ومكلفة للغاية.
--	---

المصدر: من إعداد الباحثة.

المحاضرة الخامسة: البورصات (ميلادها، خصائصها، وظائفها، أهميتها)

تكتسب البورصات أهمية كبيرة في الأنظمة المالية للدول الرأسمالية لدورها الكبير في تمويل طويل الأجل لمختلف الأنشطة الاقتصادية وتلبية حاجات المستثمرين بكل فئاتهم، حيث تعمل البورصات على توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية للمستثمرين سواء الحاليين أو المحتملين.

وارتبط تطور البورصات تاريخيا بالتطور الصناعي والاقتصادي وازدياد حجم المعاملات المالية في الدول الرأسمالية، وانتشار سلوك الوعي بالاستثمار نتيجة الانفتاح وظهور العولمة المالية ما أدى إلى تفعيل الدور المنشود للبورصات.

ولا يمكن بناء بورصات قوية بدون شركات ومؤسسات قوية إذ تعتبر قوة الأداء المالي للشركات قاعدة أساسية حتى تتمكن البورصات من أداء دورها بشكل جيد، إضافة إلى مرونة النظام المالي والمصرفي.

ستتطرق في هذه المحاضرة إلى الخلفية التاريخية لتطور البورصة، خصائصها، وظائفها وعلى أهميتها في الاقتصاد.

1- ميلاد البورصة:

تعود كلمة بورصة إلى عائلة " فان در بورسن **Van der bursen** " البلجيكية الأصل التي تمتهن الصرافة والتي كانت تملك فندقا بمدينة بروج **Bruges** البلجيكية، وكان هذا الفندق ملتقى التجار والعملاء والوسطاء التجاريين والسماسرة في القرن الخامس عشر، حيث أصبح نقطة التقاء لرؤوس الأموال ومركزا لتبادل مختلف السلع والعملات، مع مرور الوقت ومع ازدياد وتنوع التعاملات، ظهرت بعض المشاكل التي أصبحت تعيق حركة رؤوس الأموال، فأصدرت قوانين ولوائح تنظم هذه المعاملات المالية ليتم إنشاء أول بورصة في العالم في

بلجيكا وهي بورصة **Anvers** عام **1536** نسبة للمدينة البلجيكية **Anvers** التي كانت من أنشط المدن التجارية في أوروبا، تلتها بعد ذلك بورصة تولوز بفرنسا عام **1549** ثم بورصة باريس عام **1563** ثم بورصة روما بايطاليا عام **1566**، أما هولندا فتم افتتاح أول بورصة لها في عام **1602**، أما في بريطانيا فكان إنشاء أول سوق للأوراق المالية عام **1698** ثم فيينا عام **1773** وفي نيويورك عام **1792** التي كانت من أهم البورصات في العالم التي اتخذت من وول ستريت مقرا لها¹، وقد تطورت البورصات على امتداد قرون حتى تصل للشكل الذي وصلت إليه في الوقت الراهن.

كنا قد تطرقنا إلى مفهوم البورصات في المحاضرة السابقة وقلنا بأنها مكان محدد ومعلوم ومنظم، يلتقي فيها المتعاملون من المشترين والبائعين للقيام بعمليات الشراء والبيع (التداول) في مختلف الأوراق المالية في إطار من الشفافية والمنافسة الكاملة، يتولى إدارة البورصات هيئات يحكمها نظام خاص وتنظمها قوانين ولوائح تعقد جلساتها دوريا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين.

تعتبر كل من بورصة لندن، بورصة نيويورك، بورصة ناسداك، بورصة باريس، بورصة فرانكفورت، بورصة بروكسيل، بورصة هونغ كونغ، بورصة جنيف، بورصة طوكيو وبورصة سنغافورة من أكبر وأهم البورصات في العالم في الوقت الحالي حيث تبلغ القيمة الإجمالية الكبرى حاليا لجميع البورصات العالمية حوالي 95 تريليون دولار، وعلى سبيل المثال وفي سنة **2021** بلغت القيمة السوقية لبورصة نيويورك للأوراق المالية أكثر من 28.24 تريليون دولار لوحدها، وهي تضم أكثر من 2300 شركة متداولة، تنشط هذه الشركات في مجال الطاقة، ومجال الرعاية الصحية وتطوير التكنولوجيا.

¹ عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص 71- 72 .

2- خصائص البورصات:

تتميز البورصات عن غيرها من الأسواق المالية كونها:

- ✓ أنها الأكثر تنظيماً عبر قوانين ولوائح خاصة تشرف على العمل البورصي.
- ✓ أن هناك إدارات مستقلة ذات قوانين وذات صلاحيات تدير العمليات المالية في البورصات.
- ✓ تتم عملية التداول في البورصات وفق قوانين المنافسة الكاملة حيث يتم تحديد الأسعار فوق قوى العرض والطلب.

✓ تحتوي البورصات على تكنولوجيا اتصالات متطورة وشبكة حواسيب وشاشات إلكترونية ضخمة يتم من خلالها تنفيذ صفقات كبيرة جدا عبر كل دول العالم.

- ✓ تتميز البورصات كونها الأكثر مخاطرة في المقابل يتم فيها الحصول على أكبر قدر من العوائد.
- ✓ لا يتصل البائعون والمشترون بالأوراق المالية بصفة مباشرة وإنما عن طريق وسطاء متخصصين.

3- وظائف البورصات:

تتعدد وتنوع وظائف البورصات يمكن إيجازها في ما يلي:¹

- لديها إمكانية تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي للوحدات ذات العجز المالي.
- توفر البورصات السيولة حيث تتيح باقية من الأوراق المالية مختلفة الأجل (متوسطة وطويلة الأجل) حسب ما يناسب أذواق وإمكانيات وميولات المستثمرين.
- تعمل على ضمان السير الحسن للمعاملات المالية كما تعمل على حماية المستثمرين من المشاكل أو من عمليات النصب، لذلك تعمل البورصات على حماية أموال وممتلكات أي شركة ضمن صلاحيات محددة حيث تلزم كل المتعاملين بالالتزام بالقواعد واللوائح اللازمة ضمن إطار قانوني محدد.

¹ لمزيد من التفاصيل انظر عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص ص 75-76

- تقدم البورصات مختلف المعلومات المالية بخصوص الأداء المالي للشركات بالإضافة إلى امتلاكها القدرة على التنبؤ بدقة بخصوص توقعات أرباح الشركات في المستقبل.
- تعتبر البورصات أداة لتنمية الإدخارات وذلك عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية حيث أن شراء الأوراق المالية هو استثمار بالنسبة للأفراد والشركات أما بالنسبة للبورصات فهو تجميع للمدخرات وبالتالي فإن البورصات لها القدرة على توجيه هذه المدخرات لخدمة الاقتصاد المحلي.
- تساعد البورصات في تعزيز عملية التنمية الاقتصادية حيث تمثل أداة لدوران وانتقال رؤوس الأموال.

4- أهمية البورصات في الاقتصاد:

- تعد البورصات إحدى الأسواق المالية الأكثر حيوية بالنسبة للاقتصاد حيث تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذ يترتب على زيادة الأنشطة التجارية زيادة التمويل متوسط وطويل الأجل وهو ما توفره البورصات وتمثل أهميتها في مايلي:
- تعتبر البورصات أداة فعالة في تنشيط وتوجيه الاقتصاد، حيث تسمح للشركات بإصدار الأسهم والسندات وتقديمها للتداول التي من الممكن أن تفتح آفاق جديدة للاستثمار وتحقيق الأرباح.
 - تعتبر البورصات مكانا لالتقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية وفق أطر قانونية منظمة لإجراء صفقات البيع والشراء الذي ينجر عنها تحقيق مكاسب مالية.
 - تعتبر مكانا لجذب الفوائض المالية غير المستثمرة وتوظيفها للاستفادة منها وتحقيق أرباح بدلا من تركها مكدسة وغير موظفة.

- هي أداة توجيه للاستثمارات حيث وبناءا على تحليل البيانات المالية للشركات من طرف البورصات يذهب المستثمرون إلى الاستثمار في الشركات التي ترتفع أسعار أسهمها مما يدفع بهذه الشركات إلى تحسين كفاءتها والرفع من فعاليتها بشكل مستمر.
- تساهم البورصات في تمويل خطط التنمية عن طريق طرحها وإتاحة أوراق مالية حكومية للتداول كما تتيح المنافسة الكاملة، كما تعزز استشار سلوك الاستثمار.
- تعمل البورصات في المدى الطويل في تكوين رأس المال ودعم الائتمان الداخلي والخارجي وتعزيز النمو الاقتصادي في الدولة.
- تلعب البورصات دورا مهما من خلال أنها تعد مصدرا للاحتفاظ بالثروة فالأدوات المالية مثل السندات تعد مخزنا للقيمة توفر الربح والأمان في المدى الطويل.

المحاضرة السادسة: البورصات (أنواعها، طرق التداول، المتعاملين فيها، معاملاتها)

يعد الاستثمار في البورصات من أكثر أنواع الاستثمار الذي يقصده أصحاب الفوائض المالية من أجل إيجاد الفرص الاستثمارية، وهذا يقتضي توفر قدر كافي من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى يستطيع المستثمرون المفاضلة بينها وتنصف البورصات بالكفاءة.

وتعتبر البورصات أسواقا متكاملة تتمتع بالمنافسة الكاملة حيث تحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة حسب قانون العرض والطلب، وتختلف البورصات حسب نوعية الأنشطة التي تمارسها وحسب طبيعتها الاقتصادية. سأحاول من خلال هذه المحاضرة التعرض إلى أنواع البورصات، طرق التداول فيها، أبرز المتعاملين فيها والتطرق إلى معاملاتها المختلفة.

1- أنواع البورصات:

للبورصات عدة أنواع نذكرها كما يلي:

أولاً: حسب المنتجات محل التداول: من حيث هذا المعيار تقسم البورصات إلى:

أ- بورصة البضائع: تسمى كذلك ببورصة السلع أو بورصة الأوراق التجارية، حيث يجري التعامل فيها على

سلع معينة عادة ما تكون محاصيل ذات أهمية إستراتيجية و استهلاك واسع مثل القهوة، السكر، القطن

يتم التعامل في هذه البورصة إما بصورة نقدية أو بالبيع الآجل.

ب- بورصة الأوراق المالية: تسمى أيضا ببورصة القيم المنقولة، يجري التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء

والتي تتمثل في الأسهم والسندات والمشتقات المالية عبر وسطاء أو سماسرة، تعقد في بورصة الأوراق المالية

صفقات صغيرة كما تعقد فيها صفقات ضخمة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم والمتعاملون هنا هم الشركات والجمهور والبنوك التجارية وحتى الحكومة¹.

ث- بورصة العملات: يتم فيها تبادل العملات الأجنبية مثل اليورو الأوروبي والدولار الأمريكي والين الياباني والجنيه الاسترليني و اليوان الصيني، يتم من خلالها المضاربة في الصرف للاستفادة من فروقات الأسعار.

ج- بورصة المعادن النفيسة: يتم فيها تبادل المعادن النفيسة من الذهب والفضة والبلاطين والاماس والزمرد أي المعادن ذات القيمة العالية، من أكبر الدول المنتجة للمعادن الثمينة هي روسيا والصين وجنوب أفريقيا والبرازيل.

ح- بورصة الخدمات: يتم فيها شراء وبيع أشكال مختلفة من الخدمات ذات القيمة العالية مثل خدمات السياحة وتأجير السفن وخدمات النقل.

خ- بورصة الأفكار: وهي حديثة ظهرت نتيجة العولمة، يتم فيها عروض لشراء وبيع الحقوق كالعلاقات الجارية وبراءات الاختراع وغيرها.

ثانيا: حسب المدة الزمنية: تقسم البورصات من حيث المدة الزمنية إلى:

- أ- بورصة العقود الحاضرة: يتم من خلال بورصة العقود الحاضرة تداول وتعاقد على أصول فورا، فالأصول تكون جاهزة في المخازن والمستودعات بمعنى تسليم الأصول وقبض ثمنها فورا عند التعاقد.
- ب- بورصة العقود الآجلة: يتم من خلال بورصة العقود الآجلة تداول وتعاقد على أصول بصفة آجلة.

¹ زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الطبعة 03، الأردن، 2005، ص124.

ثالثا: حسب النطاق الجغرافي: تقسم البورصات من حيث التعامل الجغرافي إلى:

أ- بورصات محلية: هي بورصات يتم التعامل فيها ضمن نطاق جغرافي محلي يتميز بصغر حجم المعاملات المالية.

ب- بورصات عالمية: هي بورصات يتم التعامل فيها ضمن نطاق جغرافي عالمي تتميز بكبر حجم المعاملات اليومية.

رابعا: حسب الاعتراف الحكومي: تقسم إلى

أ- بورصات رسمية: هي بورصات تحظى باعتراف الحكومة تتميز معاملاتهما أنها تجرى في إطار رسمي ومنظم من طرف الحكومة، تتميز أوراقها المالية بطابع قانوني رسمي وهي مقيدة.

ب- بورصات غير رسمية: وهي تلك البورصات التي لا تخضع للقواعد النظامية التي تحدد نشاط البورصات الرسمية، وهي مختصة بتداول الأوراق المالية في الأسواق الموازية، تكون هذه الأوراق غير مستوفية لشروط التداول في البورصات الرسمية.

2- طرق التداول في البورصات:

يشترط في البورصات أن يتم التداول بالأوراق المالية المسجلة داخل صالة التداول (القاعة المخصصة للتداول) عن طريق وسطاء مرخص لهم، كما يتم إعلان الكميات المتداولة لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة. تجدر الإشارة إلى أن الوسطاء المرخص لهم بالتداول مهمتهم بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق، بالإضافة إلى تقديم النصائح للمستثمرين والمساعدة في اختيار الأوراق المالية للشركات القوية، وتحليل أفضل الأوقات للشراء أو البيع للاستثمار في الأوراق المالية.

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين الباعين والمشتريين في سوق الأوراق المالية عن طريق الوسطاء الماليين بطريقتين:¹

➤ طريقة المفاوضة:

من خلال هذه الطريقة يتم إعلان أسعار العرض أي أسعار البيع وأسعار الطلب بمعنى أسعار الشراء لكل وسيط، في حين يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى الاتفاق على سعر التنفيذ.

➤ طريقة المزايدة: حيث يتم التزايد على السعر عن طريق إعلان الأسعار علنا حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري.

3- المتعاملون في البورصات:

يصنف المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع:²

أولاً: تصنيف المتعاملين حسب الهدف من التعامل: أي أن المتعاملين يهدفون إلى تخطيط عمليات الشراء والبيع ويقسمون إلى:

أ- المضاربون المحترفون: يهدفون إلى الاستفادة من فروقات الأسعار، ويقومون بمتابعة تحركات الأسعار في السوق بالإضافة إلى التنبؤ عن تحركات واتجاهات السوق باستخدام طرق وبرامج وأدوات إحصائية، التي تعطيهم القدرة من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، عادة ما يتحصل المستثمرون المحترفون على عوائد أعلى من متوسط العوائد السائدة في السوق، في المقابل يتحملون درجة مخاطرة مرتفعة لكن تمتعهم بمهارات تحليل الأسواق يكسبهم القدرة على تسيير هذه المخاطر بشكل أفضل.

¹ Jack glen, Internationl comparison of stock trading practices, World Bank, Working papers, February, 1995, p8.

² انظر: محمود أمين زويل وآخرون، "بورصة الأوراق المالية وموقعها في السوق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص51.

ب- المضاربون الهواة: يهدفون إلى الاستفادة من فروقات الأسعار دون أن يهتموا بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، لهم نفس أهداف المضاربون المحترفون لكن ليس لهم نفس المهارات التي يمتلكونها في تحليل الأسواق، ونتيجة لذلك فمن الممكن أن تتسبب القرارات العشوائية التي يتخذونها في خسارتهم لذلك فمن الممكن أن تقتصر نشاطهم لفترات قصيرة فقط .

ت- المتآمرون:

تهدف إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بهدف أن تصبح أسعار الأوراق المالية بالسوق أعلى أو أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب.

ث- المستثمرون: هدفهم تعظيم الأرباح، وهما نوعان:

➤ **المستثمرون الداخليون:** يهدفون إلى التحكم في إدارة الشركة والسيطرة على قراراتها في المرتبة الأولى ثم

تحقيق الربح في المرتبة الثانية.

➤ **المستثمرون العاديون:** يهدفون إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى وليس لهم أي إرادة في التدخل في

قرارات الشركة.

ثانيا: تصنيف المتعاملون حسب نوع الوحدات (وحدات عارضة للأوراق المالية وأخرى طالبة للأوراق المالية).

ينشط عدة متعاملون في سوق الأوراق المالية التي تكون إما وحدات عارضة للأوراق المالية أو وحدات

طالبة للأوراق المالية تمثل وحدات مقرضة، سأحاول إيجازها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): أنواع المتدخلين في البورصات.

نوع المتدخلين في البورصات	نوع الوحدات
البنوك التجارية- شركات التأمين- صناديق الإيداع والإدخار- صناديق الاستثمار- الشركات الصناعية والتجارية- شركات المساهمة- الحكومات - صناديق التقاعد - شركات التأمين- المؤسسات المالية - شركات التمويل- مؤسسات التوظيف الجماعي.	أصحاب التدفقات النقدية ويريدون الحصول على تمويل أو استثمارها في شكل أسهم أو سندات.
السماسة ووكلاء التبادل- المراقبون- الشركات القابضة- شركات السمسرة- تجار الصالة - شركات المقاصة.	الوسطاء الماليون دورهم هو تحويل من المدخرين إلى المستثمرين.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عبد المنعم السيد علي، مرجع سابق، ص 73.

4- معاملات البورصة: يعقد المتعاملون في البورصة عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية حسب التزامات زمنية

وتقسم المعاملات البورصية إلى نوعين:

أ- **المعاملات الفورية:** تسمى كذلك بالمعاملات العاجلة، وهي تلك العمليات التي تتم في الأسواق الفورية

والتي يقوم فيها مشتري الأوراق المالية بتسديد ثمنها للبائع فوراً أو في فترة قصيرة لا تتجاوز مدة يومين (48

ساعة)، تختلف شروط المعاملات الفورية باختلاف البلد المعني¹.

ب- **المعاملات الآجلة:**

تسمى كذلك بالمعاملات المستقبلية، وهي عبارة عن مختلف العمليات التي يكون فيها تنفيذ شراء أو بيع

الأوراق المالية وتسديد ثمنها في وقت مستقبلي يسمى "يوم التصفية".

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 177.

في غالب الأحيان يكون الهدف من المعاملات الآجلة هو المضاربة للاستفادة من تحركات الأسعار، وبالتالي إن أنظمة البورصة تلزم المتعاقدين بدفع تأمين مالي قبل الإبرام النهائي للصفقة كنوع من الحماية من المخاطر للمستثمرين.

كخلاصة يمكن القول أن للبورصات أنواع عديدة تختلف حسب نوع النشاط أو المدة الزمنية أو النطاق الجغرافي، ويتم تحديد سعر تنفيذ صفقة شراء أو بيع الأوراق المالية بين طالبي الأوراق المالية وعارضي الأوراق المالية في البورصات عن طريق الوسطاء الماليين بطريقة المزايدة أو طريقة المفاوضة، تجدر الإشارة أن هناك عدة طرق أخرى طريقة الصندوق لكن اكتفيت فقط بذكر الطرق الأكثر شيوعا واستخداما في التوصل إلى أسعار الأوراق المالية.

المحاضرة السابعة: الأدوات المالية محل التداول في البورصات - الأسهم-

(تعريفها، خصائصها، قيمتها)

تطلق على الأدوات محل التداول في البورصة مصطلح "الأوراق المالية" ويطلق عليها حسب المشرع الجزائري مصطلح "القيم المنقولة"، وهي عبارة عن صكوك قابلة للتداول يصدرها أشخاص معنويون عموميون أو خواص، تمثل إما جزءا من رأس مال شركة ما وهي "الأسهم" أو صكوك دين متوسطة أو طويلة الأجل وهي "سندات الدين" كما تم استحداث أدوات مالية تعرف بالمشتقات المالية وتعتبر حاليا من أهم أدوات الاستثمار في السوق المالي.

تم تخصيص هذه المحاضرة للأسهم حيث سنتعرف على مفهومها، خصائصها و قيمها المختلفة.

1- مفهوم الأسهم:

أخذت كلمة سهم من مفهوم المساهمة حيث أن السهم يمثل حصة من رأس مال الشركة المدرجة، ويعتبر مالك السهم مساهما في الشركة. يتداول بالأسهم في البورصات أو ما يسمى بسوق الأسهم الذي يعتبر كركيزة أساسية في اقتصاديات الأسواق الحرة.

يتم تقييم أوضاع الشركة المصدرة للأسهم بشكل دوري حيث تراقب أسعار أسهمها يوميا وكمية الإقبال عليها من طرف المستثمرين وسط رقابة وتنظيم من هيئة السوق، ويدل الإقبال الكثيف على أسهم الشركة مدى الأداء المالي الجيد لها، ومدى استقرارها المالي وانعكاسا لمصداقيتها وسمعتها الجيدة في السوق، في يلي تقديم لمجموعة من التعاريف الخاصة بالأسهم.

التعريف الأول:

تعرف الأسهم على أنها " جزء من رأس مال شركات المساهمة تقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء بسهم ويطرح على الجمهور للاكتتاب، وتحدد مسؤولية حامله بقدر ما يملكه من أسهم"¹.

التعريف الثاني:

" تشكل الأسهم رأسمال المكتتب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كل من رأسمال المعلن ورأسمال الفعلي ورأسمال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها من المستثمرين"².

التعريف الثالث:

"يمثل السهم المشاركة في الملكية كونه يمثل حصة محدودة في ملكية مؤسسة أو شركة مساهمة مثبتة بصكوك قانونية يمكن تداولها بيعا وشراء في الأسواق المالية"³.

يتضح من خلال عرض هذه المفاهيم أن الأسهم هي عبارة سلوك ملكية لجزء من رأس مال الشركات، وتجدر الإشارة هنا أن الشركات المصدرة للأسهم هي شركات المساهمة فقط، بمعنى إذا اشترت كمية من الأسهم فقد أصبحت شريكا أو مساهما في الشركة بشرط امتلاك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم، وبالتالي فلديك كل الحقوق إذا تحصلت الشركة على الأرباح أو عند تصفيتها، وعليك أن تتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاكها في حال إذا حققت الشركة الخسارة، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر ما يملكه من أسهم .

¹ جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الطبعة 01، الجزء 02، الجزائر، 2002، ص 07.

² سمير عبد الدايم، حسن العويسي، "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2010، ص 26.

³ بشار ذنون الشكرجي وآخرون، "التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية-دراسة تحليلية في هيئة من أسواق المال في الخليج العربي"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 06، العدد 17، العراق، 2010، ص 36.

يملك المساهمون أيضا حق الترشح لمجلس الإدارة وحضور اجتماعات الهيئة العامة إذا امتلكت الحد الأدنى المطلوب من الأسهم وحق نقل ملكية الأسهم سواء بالبيع أو الإهداء أو التوريث¹.

2- خصائص الأسهم:

تمتلك الأسهم عدة خصائص سنستعرضها في النقاط التالية:

- ✓ تتميز الأسهم بعدم وجود تاريخ استحقاق لها وعدم التزام مصدرها بدفع أي عوائد أي أن عوائدها مرتبطة بما تحققه الشركة من أرباح أما أسعارها فتتحدد وفقا لقوى العرض والطلب².
- ✓ أنها متساوية القيمة وهذا ما يؤدي إلى تساوي الحقوق مع الالتزامات للمساهمين من حيث توزيع الأرباح و تحمل الخسائر.
- ✓ قابلية الأسهم للتداول بالطرق التجارية إذ تنتقل ملكية الأسهم سواء بالبيع أو الإهداء أو التوريث أو بالوصية أو حتى بالرهن.
- ✓ لا يجوز لحملة الأسهم الرجوع إلى الشركة أو المنشأة المصدرة لها بغرض استرداد قيمتها.
- ✓ عدم قابلية الأسهم للتجزئة فلا يمكن الاشتراك لأكثر من مساهم في ملكية السهم بل يتوجب عليهم اختيار شخص واحد لتمثيلهم في الشركة وهذا ما يترتب عنه تحديد مسؤولية الشركاء.
- ✓ تصدر الأسهم بقيمة اسمية محددة كما لها ثلاث قيم سنتعرف إليها في العنصر الموالي.

¹ عتروس سهيلة، "الأسهم كأداة استثمار في سوق رأس المال والموقف الشرعي منها"، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، جامعة محمد خيضر بيبسكرة، الجزائر، 2016، ص 117.

² عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص 31.

3- قيم الأسهم: للأسهم عدة قيم نذكر أهمها:

➤ القيمة الاسمية للأسهم: هي القيمة التي تظهر على قسيمة الأسهم عند إصداره في عقد التأسيس

والمحددة في القانون الأساسي للشركة، تحسب القيمة الاسمية وفقا للعلاقة التالية:¹

القيمة الاسمية للسهم = رأس مال المؤسسة / عدد الأسهم الإجمالية.

➤ القيمة الدفترية للسهم: هي القيمة المحاسبية للأصول المسجلة في الدفاتر المحاسبية للشركة على عدد

الأسهم وتعد القيمة الدفترية من أهم المؤشرات التي يتعمد عليها المستثمرون لتقييم وتحليل وضع الشركة قبل إجراء

أي صفقة بيع أو شراء لذلك فهي تعد خطوة حاسمة في اتخاذ القرار الأمثل للاستثمار في السوق من عدمه يمكن

حسابها وفقا للعلاقة التالية:²

القيمة الدفترية للأسهم = إجمالي حقوق المساهمين / عدد الأسهم

القيمة الدفترية للأسهم = (رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير موزعة) / عدد الأسهم.

➤ القيمة السوقية: وهي القيمة التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتعبّر عن قيمة الشركة استنادا

إلى القيمة الإجمالية لكافة أسهمها المتداولة، وبحسب القيمة السوقية يتم تصنيف الشركة إلى شركة صغيرة

ومتوسطة وصغيرة مع الأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل أخرى مثل نسبة النمو ونسبة الأرباح وغيرها...، وترتبط

القيمة السوقية للشركة بمدى نجاح أو فشل الشركة أثناء ممارسة نشاطها أي كلما نجحت الشركة في تحقيق أرباح

كبيرة كلما زاد الإقبال على أسهمها وازدادت قيمها السوقية وتحسب بالعلاقة التالية:

القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم المتداولة x قيمة الأسهم.

مثال: إذا كانت للشركة 1000 سهم متداول قيمة كل منها 100 دولار، أحسب القيمة السوقية للأسهم؟

¹ سليم جابو، "تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية - دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر 2011/2012، صص 14-15.

² عتروس سهيلة، مرجع سابق، ص 118.

الحل: معادلة القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم المتداولة x قيمة الأسهم

$$\text{معادلة القيمة السوقية للأسهم} = 100 \times 1000 = 100.000 \text{ دولار.}$$

➤ القيمة الحقيقية للأسهم: تمثل هذه القيمة مدى قوة المركز المالي للشركات وهي تعبر عن نصيب الأسهم

من أصول الشركة بعد إعادة تقديرها وفقا للأسعار الجارية، يمكن التعبير عنها وفقا للعلاقة التالية:¹

$$\text{القيمة الحقيقية للأسهم} = (\text{القيمة الاسمية} / \text{القيمة السوقية}) \times \text{نسبة التوزيع.}$$

➤ القيمة العادلة للأسهم: تتمثل في القيمة التي تعتبر للمستثمرين بمثابة قيمة إنصاف للأسهم بالاعتماد

على تقارير وبيانات مالية للشركة وهي تعكس القيمة المحاسبية للأسهم، وتتأثر القيم العادلة للأسهم بشكل كبير بالمتغيرات الاقتصادية والسياسية والمالية.

$$\text{القيمة العادلة للأسهم} = \text{مجموع صافي الأصول} / \text{عدد الأسهم المتداولة.}$$

تجدر الإشارة أن هناك قيم أخرى للأسهم مثل قيم الإصدار وقيم التصفية وغيرها، قد تم وضع جميع قيم

الأسهم التي تم الإشارة إليها سابقا في الجدول الموالي مع طريقة حسابها.

الجدول رقم (03): قيم الأسهم ومعادلتها الحسابية.

المعادلة الحسابية	قيم الأسهم
رأس مال المؤسسة / عدد الأسهم الإجمالية	القيمة الاسمية
(رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير موزعة) / عدد الأسهم	القيمة الدفترية
عدد الأسهم المتداولة x قيمة الأسهم	القيمة السوقية
(القيمة الاسمية / القيمة السوقية) x نسبة التوزيع	القيمة الحقيقية
مجموع صافي الأصول / عدد الأسهم المتداولة	القيمة العادلة

المصدر: من إعداد الباحثة.

¹ عتروس سهيلة، مرجع سابق، ص 118.

المحاضرة الثامنة: الأسهم (الأنواع، تقييم الأسهم، ربحية السهم)

يعد الإستثمار في الأسهم أحد أهم الاستثمارات المالية خاصة مع انتشار العولمة والتحرير المالي حيث لم يعد هناك أي قيود يمكنها أن تعيق حركة رؤوس الأموال.

تتناول هذه المحاضرة أنواع الأسهم، كيفية تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة وكيفية حساب ربحية الأسهم.

1. أنواع الأسهم:

تصنف الأسهم وفقاً لاعتبارات ومعايير عديدة نذكر منها:

أولاً: بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

تقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى ثلاث أنواع وهي: أسهم نقدية وأسهم عينية وأسهم مختلطة.

➤ أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال نقداً مقابل الحصول عليها.

➤ أسهم عينية: وهي الأسهم التي يقدم فيها المساهم حصته من رأس المال عينا (مباني، أراضي) مقابل

الحصول عليها، يتم تقدير هذه الأسهم عبر إجراءات خاصة حتى يتم استخدامها بصيغة جيدة¹.

➤ أسهم مختلطة: هي الأسهم التي يقدم فيها المساهم أو الشريك حصة نقدية وحصة عينية.

ثانياً: بالنظر إلى شكلها القانوني:

تقسم الأسهم حسب شكلها القانوني إلى ثلاث أنواع وهي أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم إذنية.

¹ ميسون علي حسين، "الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري"، مجلة بابل، المجلد 21، العدد 1، العراق، 2013، ص 70.

➤ **أسهم إسمية:** هي الأسهم التي تحمل اسم صاحبها، وتدون الأسهم الاسمية اسم مالكيها في صكوكها وتفيد في دفاتر الشركة.

➤ **أسهم لحاملها:** هي الأسهم التي لا يذكر فيها اسم مالكيها وإنما يذكر فيها كلمة "لحاملها"، يتداول بهذا النوع من الأسهم عن طريق التسليم المادي من المتنازل إلى المتنازل له (من يد إلى يد)¹.

➤ **أسهم إذنية:** يطلق عليها كذلك باسم "أسهم لأمر" وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكيها على الصك بالإضافة إلى ذكر النص الذي يشير لكونها لإذنه أو لأمره، بشكل عام هذا النوع من الأسهم نادر جدا.

ثالثا: بالنظر إلى حقوق حاملتها:

➤ **أسهم عادية:** وهي الأسهم التي تمنح لحاملها حقوقا والتزامات متساوية ويتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق، كما أنهم يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر حصتهم في رأس المال، تعتبر هذه الأسهم الأكثر شيوعا والأكثر رواجاً .

تتمثل أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية في ما يلي:

- ✓ أنها تحول لحاملها حق حضور الجمعية العامة للشركة التي يتم من خلالها مناقشة كل أمور الشركة مثلاً
- المصادقة على الحسابات الختامية للشركة ومناقشة توزيع الأرباح ومتابعة شؤون الإدارة وغيرها.
- ✓ حق عضوية مجلس الإدارة وحق الأولوية في الاكتتاب.
- ✓ حق الاطلاع على وثائق الشركة من سجلات ودفاتر محاسبية.
- ✓ حق التصويت لاختيار أعضاء الجمعية العامة للشركة، تعديل القانون الأساسي للشركة بالإضافة إلى
- اتخاذ القرارات الخاصة برفع رأس مال الشركة والكيفية التي يتم بها تقسيم الأرباح على الشركاء.

¹ شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الطبعة 02، الجزائر، 1999، ص23.

✓ حق الحصول على الأرباح الموزعة من طرف الشركة، حيث يتم اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه وكيفية توزيعها عند انعقاد الجمعية العامة للشركة.

✓ حق نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بطرق أخرى ذكرناها سابقا إذا كان يملك الحد الأدنى من الأسهم.

✓ يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في أصول الشركة بعد التصفية وذلك بعد تسديد التزامات الدائنين وحملة الأسهم الممتازة والسندات في حالة لم تتجاوز مجموع ديون الشركة مجموع أصولها.

✓ يتحملون الأعباء في حال لم تحقق الشركة أرباحا أو إذا حققت أرباحا ولم تقرر توزيعها،¹ ويتقرر توزيع الأرباح من عدمه عند انعقاد الجمعية العامة للشركة.

➤ **أسهم ممتازة:** سميت بهذا الاسم لمنحها الأولوية والأفضلية لحاملها في الحصول على الأرباح وفي نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية،² وتصدر الشركة لهذا النوع من الأسهم لعدة أسباب من بينها رغبة الشركة في توزيع رأس مالها أو عدم الإقبال الكافي من الجمهور للاكتتاب في الأسهم الجديدة الصادرة أو عند رغبة الشركة في تمويل مشاريع جديدة.

تمثل أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة في ما يلي:

✓ قد تعطي الأسهم الممتازة لحاملها أصوات إضافية في اجتماع الجمعية العامة للشركة.

✓ يتحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح قبل توزيعها على باقي الأسهم.

✓ لهم الأولوية في إقتسام أصول الشركة عند التصفية.

✓ يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر حصتهم في رأس المال.

✓ للمساهمين القدماء الأولوية في الاكتتاب في الشركة.

¹ جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 17.

² سمير عبد الدايم، حسن العويصي، مرجع سابق، ص 27.

✓ ليس لهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها إلا في حالات استثنائية مثل تراكم العوائد لعدة سنوات¹.

✓ يتحصل حملة الأسهم الممتازة على عوائد ثابتة مثل حملة السندات،² تتحدد في شكل توزيعات سنوية (نسبة ثابتة من القيم الاسمية للسهم).

رابعاً: بالنظر إلى استرداد قيمتها الاسمية:

يقصد بالاستهلاك إمكانية استرداد صاحب الأسهم لقيمة أسهمه أثناء فترة حياة الشركة وتقسيم الأسهم حسب هذا المعيار إلى نوعين:³

➤ **أسهم رأس المال:** هي أسهم لا يجوز لصاحبها أو مالكيها استرداد قيمتها إلا بعد الوفاء بديون الشركة عند انقضاءها، ووفقاً لهذا المنطلق يظل المساهم شريكاً في الشركة ويستطيع استرداد قيمة أسهمه ما دامت سارية النشاط.

➤ **أسهم التمتع:** هي أسهم لا يجوز لمالكها استرجاع قيمتها الاسمية إلا عند تصفية الشركة.

¹ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص28.

² هوشيار معروف كاكما مولا، مرجع سابق، ص100-101.

³ سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والأجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص104.

الجدول رقم(04): أنواع الأسهم حسب التصنيفات المختلفة.

أنواع الأسهم	من حيث التصنيفات
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم نقدية ✓ أسهم عينية ✓ أسهم مختلطة 	✓ من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم إسمية ✓ أسهم لحاملها ✓ أسهم إذنية 	✓ من حيث بالنظر إلى شكلها القانوني
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم عادية ✓ أسهم ممتازة 	✓ من حيث حقوق حملتها
<ul style="list-style-type: none"> ✓ أسهم رأس المال ✓ أسهم التمتع 	✓ من حيث استرداد قيمتها الاسمية

المصدر: من إعداد الباحثة.

هناك أيضا أنواع أخرى من الأسهم العادية ظهرت نتيجة التطور الصناعي للشركات وأيضا لخصوصية بعض الشركات نذكر منها ثلاث أنواع:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي أسهم تصدرها بعض الشركات يرتبط هذا النوع من الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة، قد تخلق هذه الأسهم تضارب المصالح بين المستثمرين على الرغم من مزاياها العديدة.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** في سنوات الثمانينات أصدرت الولايات المتحدة الأمريكية تشريعا جديدا يتمثل في إمكانية بيع الشركة لحصة من أسهمها العادية إلى العاملين لديها، باتباع خطة معينة تمكنهم من المشاركة في ملكية الشركة وذلك عبر خصم التوزيعات هذه الأسهم من إيرادات الشركة قبل احتساب الضرائب.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة وهي أسهم تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حال إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى نسبة معينة خلال فترة محددة.

2- أوجه التشابه والاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

يتشابه حملة الأسهم العادية مع حملة الأسهم الممتازة في عدة نواحي نذكر أهمها أن كلاهما يمثلان أداة ملكية، وليس لكلاهما تاريخ استحقاق بالإضافة إلى كونهم يتمتعون بمسؤولية محدودة بقدر مساهمتهم في رأس المال، بينما تختلف الأسهم العادية عن الأسهم الممتازة من حيث العوائد، فعوائد الأسهم العادية مرتفعة مقارنة مع الأسهم الممتازة في حين أن الأسهم الممتازة تضمن لحاملها نسب ثابتة من الأرباح الموزعة.

ارتفاع عوائد الأسهم العادية يترتب عليها نسبة مخاطرة كبيرة كتحصيل حاصل ذلك أن حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية في الحصول على الأرباح قبل توزيعها على باقي الأسهم، وبالتالي لن يتحصل حملة الأسهم العادية على الأموال إلا بعد دفع الشركة لديونها البنكية وتسديد ديون السندات ودفع مستحقات الأسهم الممتازة، أما في حالة تصفية الشركة يتحصل حملة الأسهم الممتازة على موجودات الشركة قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات.

ينتج عن الاستثمار في الأسهم بشكل عام عدة مخاطر أهمها مخاطر تقلب أرباح الشركة، مخاطر التضخم ومخاطر إفلاس الشركة وتخلفها عن سداد التزاماتها.

3- تقييم الأسهم:

تعتبر عملية تقييم الأسهم والسندات أداة هامة من أدوات اتخاذ القرار بالنسبة لصناع القرار الاستثماري، وبالتالي عملية تقييم الأوراق المالية ينتج عنها تقدير قيمة الأرباح المتوقع الحصول عليها من الاستثمار في تشكيلة من الأسهم والسندات، وتوثر الظروف الاقتصادية السائدة على اتجاه حركة أسعار الأسهم والسندات حيث تؤثر مثلا أسعار الفائدة السائدة على اتجاه توجه أسعار الأسهم والسندات.

1.3- تقييم الأسهم العادية: يتم تقييم الأسهم بالاعتماد على القيمة الاسمية و القيمة الدفترية والقيمة

السوقية للسهم وذلك للوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم.

يوجد العديد من النماذج التي تعتمد في عملية تقييم الأسهم وستطرق إلى أكثر النماذج استخداما في

تقييم الأسهم وهي:¹

أولا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة:

يتم من خلال هذا النموذج قيام المحلل المالي بتقدير التوزيعات المستقبلية للسهم وبالتالي تقدير العائد، يقوم هذا

النموذج بالعلاقة التالية:

حيث أن:

V_0 : القيمة الحالية للسهم

¹ سنحون محمد، "إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة"، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، المجلد ب، العدد 31 جوان 2009، ص 126.

K : يمثل معدل العائد المطلوب

D₁ : يمثل التوزيعات للسنة 1

D₂ : يمثل التوزيعات للسنة 2

ملاحظة: يتناسب معدل العائد المطلوب مع نسبة المخاطرة للسهم.

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_t}{(1+k)^t} \right) \dots \dots \dots (2)$$

وتختلف هذه العلاقة الرياضية حسب نمط التوزيعات حسب الحالات التالية:

أ- في حالة عدم وجود نمو للتوزيعات:

يكون قرار التوزيع للأرباح هو توزيع كل الأرباح أي أن معدل توزيع الأرباح 100 %، وفي هذه الحالة تصبح

العلاقة الرياضية على الشكل التالي:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{E(P)}{(1+k)^t} \right) \dots \dots \dots (3)$$

علما أن:

E(P): يمثل سعر البيع المتوقع للسهم خلال سنة **t** وهنا **t=1**.

ب- في حالة النمو الثابت للتوزيعات: في حالة الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى التوزيعات ثابتة وهي

من المتوقع أن تنمو بمعدل ثابت (g) حيث تصبح العلاقة الرياضية على الشكل التالي:¹

$$V_0 = \frac{D_t}{K-g} \dots \dots \dots (4)$$

حيث أن:

g تمثل معدل نمو التوزيعات.

ثانيا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

تتميز الأسهم العادية بأن مالكيها يتمتع بنصيب من الأرباح المحققة، وقلنا سابقا أن قرار توزيع الأرباح يعود لقرار الجمعية العامة للشركة، حيث تقرر الجمعية العامة توزيع كافة الأرباح أو توزيع جزء منها أو عدم توزيعها على الشركاء، وفي حالة عدم توزيعها قد تقرر إعادة استثمارها لمضاعفة الأرباح، وبالتالي يمكن استخدام معيار أو مؤشر الأرباح المحققة من طرف الشركة لتقييم أسهمها، يطلق على الأرباح الموزعة (D) بواسطة الأرباح المحققة (b) ، يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:²

$$D = b - b_r \dots \dots \dots (5)$$

حيث أن:

b_r : تمثل قيمة الأرباح المحققة والتي تقرر إعادة استثمارها، تصبح هذه القيمة مرتبطة بهذا العمل في الواقع،

وتصبح القيمة الحالية للسهم هي الفرق بين b و b_r خلال السنوات القادمة، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129.

² سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129.

$$V = \frac{b_1 - b_{r1}}{(1+r)} + \frac{b_2 - b_{r2}}{(1+r)^2} + \frac{b_n - b_{rn}}{(1+r)^n} \dots \dots \dots (6)$$

حيث أن:

V: تمثل القيمة الحقيقية للشركة بعد إعادة استثمار كل أو جزء من أرباحها.

b: قيمة الأرباح المقدرة.

b_r: قيمة الأرباح بعد إعادة استثمارها.

r هو معدل الخصم.

ثالثا: نموذج تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية:

هو نموذج يعتمد بالأساس على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، حيث أن الفرق الرئيسي بين نموذج تقييم الأسهم عبر الأرباح الموزعة ونموذج تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية هو أن هذا الأخير يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصول بعد اهتلاكها، بينما نموذج تقييم الأسهم عبر الأرباح الموزعة لا يأخذها بعين الاعتبار حيث يعتبر هذا النموذج أن الأرباح الموزعة هي تدفق دائم وبالتالي فإن الأسهم تستمد قيمتها من القيمة الحالية للتدفقات النقدية لتلك الأسهم.

2.3 تقييم الأسهم الممتازة:

تشابه طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة مع طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم العادية في

حالة وجود نمو للتوزيعات، حيث يعبر عنها بالعلاقة التالية:¹

$$V_0 = \frac{D_t}{K} \dots \dots \dots (7)$$

حيث أن:

V_0 : تمثل القيمة الحالية للأسهم الممتازة.

D : يمثل نصيب السهم من التوزيعات الثابتة.

K : هو معدل العائد المطلوب لهذا النوع من المخاطر.

ملاحظة:

- إن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة قيمها ثابتة عبر السنوات.

- أن المستثمر بالأسهم الممتازة يحتفظ بها لسنوات طويلة.

4- حساب ربحية السهم:

يسمى كذلك بنسبة العائد الصافي لكل سهم، وهو نصيب كل سهم من الأرباح التي حققتها الشركة أو المؤسسة

خلال فترة معينة قبل القيام بأية توزيعات، ويتم حساب ربحية السهم بالعلاقة التالية:¹

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 129-130.

ربحية السهم الواحد = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب بها

وتحتسب ربحية السهم كذلك بالعلاقة التالية:

ربحية السهم الواحد = العوائد المحققة من المؤسسة / عدد الأسهم العادية المكونة لرأس المال

وهذا مع الأخذ بعين الاعتبار الافتراضات التالية:

✓ أن الشركة لا تقوم بتوزيع جميع الأرباح التي حققتها.

✓ قد يقرر مجلس الإدارة عدم إعطاء أية توزيعات للمساهمين في الشركة.

✓ قد تحقق الشركة خسائر ويتقرر توزيع أرباح باستخدام الاحتياطات المحتجزة على المساهمين.

ويبقى مقياس ربحية السهم معيار نسبي لقياس الأداء وليس معيار حقيقي، لأنه في الحقيقة يتجاهل تكلفة

رأس المال المستثمر لتحقيق تلك الأرباح، مما يضطر مدراء المحافظ المالية قبول تلك الاستثمارات ذات الأرباح

الموجبة بغض النظر ما إذا كانت تغطي هذه الأرباح تكلفة رأس المال أم لا.

¹ رشيد حفصي وآخرون، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم-دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016"، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03، الجزء 2، 2019، ص 205.

المحاضرة التاسعة: السندات (مفهومها، خصائصها، أنواعها، تقييمها)

تعتبر السندات أدوات دين يتمتع حاملتها بحقوق ثابتة ومخاطر أقل مقارنة بالأسهم كما لهم الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تصفية الشركة، تتمتع السندات بإقبال كبير لتداولها لأنها تلزم الجهة المصدرة لها باسترداد قيمتها الاسمية مع فائدة، وللسندات قيمتان قيمة اسمية مسجلة لقيمة محددة عند إصدارها وقيمة سوقية يحددها العرض والطلب في السوق، سنتطرق في هذه المحاضرة إلى مفهوم السندات، خصائصها وأنواعها.

1- مفهوم السندات: للسندات عدة تعاريف نذكر أهمها:

التعريف الأول: تعرف السندات على أنها " عبارة عن أدوات دين تصدرها شركات الأعمال وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة (المقرض) والمستثمر (المقرض) بمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً من الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة " ¹.

التعريف الثاني: " هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها، وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال أو اقتضاء الدين المثبت على الصكوك في مواعيد استحقاقها، وتمون هذه الصكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية " ².

التعريف الثالث: " هي صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة، يثبت حق المكتتب في قرض طويل الأجل تصدره شركات المساهمة، أو شركات التوصية بالأسهم أو أي شخص معنوي عام أو خاص، فهي عقد أو اتفاق بين طرفين: الشركة تمثل الطرف المقرض والمستثمر يمثل الطرف المقرض، وبمقتضى هذا العقد يقرض

¹ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص10.
² نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2007، ص 70.

الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة¹.

نستخلص من خلال عرض التعاريف السابقة أن السندات هي أوراق مالية طويلة الأجل تمثل أداة دين تصدرها الجماعات المحلية أو الشركات العمومية والخاصة أو الحكومات، يتم شراؤها من طرف الأفراد والمؤسسات وهي قيمة منقولة تتداول في السوق المالي بمعنى أن الشركة تصدر السند، يأخذ المستثمر السند مقابل مبلغ السند وعائد معين يتم تحديده في كل سند، كل سند له قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين، ويعتبر حامل السند مجرد دائن يقوم بعملية الاقتراض من أجل تحصيل الفوائد وليس له الحق في تسيير الشركة.

2- خصائص السندات: تتميز السندات بعدة خصائص نذكر أهمها:²

- ✓ تمثل السندات أداة دين عكس الأسهم التي تمثل أداة ملكية.
- ✓ لحامل السندات الحق في الحصول على الفوائد التي تستحق على تلك السندات ولا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة لها من أرباح أو خسائر أي أن حقوقهم مضمونة.
- ✓ يحق لحاملها في استرداد القيمة الاسمية لتلك السندات في تاريخ الاستحقاق المحدد.
- ✓ تصدر الحكومات السندات لتغطية عجز في ميزانيتها أو لتغطية ديون مترتبة عليها أو لتنفيذ مشاريع تنمية ولا تستطيع إصدار الأسهم.
- ✓ تتمتع السندات بقابلية تداولها حيث يمكن لحاملها بيعها.
- ✓ ليس لحامل السندات الحق في الاشتراك في الجمعية العامة للشركة ولا اتخاذ أي قرار يخص الشركة وليس له الحق في انتخاب أعضاء الجمعية العامة.

¹ محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2005، ص98.

² انظر ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص07.

- ✓ لحملة السندات الأولوية في الحصول على قيمة السندات مع الفائدة.
- ✓ تتميز بعدم قابليتها للتجزئة كما تصدر متساوية القيمة.
- ✓ للسندات قيمة اسمية تمثل مقدار الديون التي اتخذها المصدر وقيمة سوقية يتقلب سعرها حسب العرض والطلب في السوق، ومعدل كوبون يمثل سعر الفائدة الذي يدفعه المصدر لحامل السند ومعدل العائد يمثل مستوى الربح الذي يحصل عليه المستثمر من السند وتاريخ استحقاق.

3- أنواع السندات: تصنف السندات إلى عدة أنواع وفقاً لاعتبارات عديدة نذكر منها:¹

أولاً: حسب تاريخ الاستحقاق

تقسم السندات حسب تاريخ استحقاقها إلى سندات قصيرة الأجل وسندات طويلة الأجل.

➤ **سندات قصيرة الأجل:** هي سندات لا تتجاوز فترة استحقاقها سنة واحدة، أهم ما يميزها هو كونها

تتمتع بدرجة عالية من السيولة مع انخفاض درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها.

➤ **سندات طويلة الأجل:** هي سندات تتجاوز فترة استحقاقها 7 سنوات أهم ما يميزها أنها مرتفعة

العوائد مقارنة مع السندات قصيرة الأجل.

ثانياً: حسب شكل الإصدار

تقسم السندات من حيث شكل الإصدار إلى سندات اسمية وسندات لحاملها.

➤ **سندات اسمية:** وهي السندات التي تحمل اسم صاحبها في الورقة ومسجلة في سجل ملكية السندات

الخاص بالشركة المصدرة.

¹ أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وأثارها الإقتصادية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة البركة، إدارة التطوير والبحث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الطبعة الأولى، 1995، ص129.

➤ **سندات لحاملها:** وهي السندات التي لا تحمل اسم صاحبها في الورقة، يحق لحاملها الحصول على قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ الاستحقاق مباشرة من البنك.

ثالثا: حسب الضمان

تقسم السندات حسب ضمانها إلى سندات مضمونة وسندات غير مضمونة.

➤ **سندات مضمونة:** هي السندات التي يتم إصدارها عن طريق ضمان عيني مثلا عقارات أو أراضي أو أصول أخرى أو عن طريق كفالة من طرف البنك، تكون معدلات الفائدة فيها منخفضة ونسبة المخاطرة منخفضة أيضا، يتم فيها سداد القيمة الاسمية للسند دفعة واحدة عند حلول تاريخ الاستحقاق بينما يتم تسديد الفوائد المترتبة عليها على فترات قبل انتهائها، مثال عن السندات المضمونة "سندات الرهن العقاري" وفي حالة التخلف عن السداد يتم الحصول على الضمان الذي هو العقارات .

➤ **سندات غير مضمونة:** هي السندات التي لا تصدر بضمان عيني وفي أغلب الأحيان يتمثل الضمان في سمعة الشركة حيث يعتمد المستثمرون هنا على الجدارة الائتمانية للشركات المصدرة لها، تتميز السندات غير المضمونة بفوائد مرتفعة ونسبة مخاطرة مرتفعة نسبيا وفي حالة التخلف عن السداد فقد يفقد المستثمر أمواله.

رابعا: حسب معدلات الفائدة

تقسم السندات من حيث هذا المعيار إلى سندات ذات معدلات فائدة ثابتة وسندات ذات معدلات فائدة عائمة (متغيرة) وسندات ذات معدلات فائدة صفرية¹.

¹ لمزيد من التفاصيل انظر أمحمد عبد الحفيظي، سليمان عادل، "كيفية تقييم الأوراق المالية الأسهم والسندات في سوق رأس المال"، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 02، 2014، ص ص 207-208 .

➤ **سندات ذات معدلات فائدة ثابتة:** في هذا النوع من السندات يكون معدل الفائدة الخاص بالسند ثابتا طول أجل السند، تتميز هذه السندات بزيادة الإقبال عليها من طرف المستثمرين بسبب تأقلمها مع التغيرات في معدلات الفائدة ومعدلات التضخم الكبيرة.

➤ **سندات ذات معدلات فائدة عائمة:** يتميز هذا النوع من السندات بكون معدل الفائدة الخاص بالسند متغيرا طول أجل السند، تتغير معدلات الفائدة هنا على أساس شهري أو سداسي أو سنوي.

➤ **سندات ذات معدلات فائدة صفرية:** هي السندات التي لا تعطي أية فوائد في مقابل إقراض الأموال، هذا النوع من السندات قليل الاستخدام كما أنها غير شائعة بين المستثمرين.

خامسا: حسب جهة الإصدار

تقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى سندات حكومية وسندات دولية¹.

➤ **سندات حكومية:** هي سندات تصدر من طرف الحكومة يطلق عليها كذلك بسندات الخزينة وهي تتميز بأنها سندات خالية المخاطر مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين كونها آمنة بدرجة كبيرة، تكون فيها معدلات الفائدة منخفضة وتتمتع بدرجة سيولة عالية.

➤ **سندات دولية:** هي السندات التي يتم إصدارها من طرف مؤسسات دولية مثل البنك الدولي أو صندوق النقد الدولي أو غيرها من المؤسسات الدولية الكبيرة.

سادسا: من حيث قابليتها للتحويل

تقسم السندات من قابليتها للتحويل إلى سندات قابلة للتحويل وأخرى غير قابلة للتحويل.

¹ أحمد عبد الحفيظي، سليمان عادل، مرجع سابق، ص 209.

➤ **سندات قابلة للتحويل:** هي سندات التي تسمح لحاملها بقابلية للتحويل إلى أوراق مالية أخرى مثل الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة أو سندات أخرى في تاريخ مستقبلي، تعطي خاصية التحويل لحامل هذه السندات معدلات فائدة منخفضة.

➤ **سندات غير قابلة للتحويل:** هي سندات التي تسمح لا لحاملها التحويل إلى أوراق مالية أخرى تعتبر هذه السندات خياراً أقل جاذبية من السندات قابلة للتحويل .

تجدر الإشارة إلى أنه يوجد اشتقاق جديد للسندات ظهر نتيجة تحديات جديدة أبرزها تطور الأسواق المالية ناهيك عن الضغوط التضخمية العالمية الحالية والتغيرات المناخية نذكر منها السندات التضخمية وسندات المناخ والسندات الرديئة وغيرها....

ويمكن تلخيص كل ما سبق ذكره في الجدول الموالي:

الجدول رقم (05): أنواع السندات وتصنيفاتها

أنواع السندات	من حيث التصنيفات
<ul style="list-style-type: none"> ✓ سندات قصيرة الأجل ✓ سندات طويلة الأجل 	✓ من حيث تاريخ الاستحقاق
<ul style="list-style-type: none"> ✓ سندات اسمية ✓ سندات لحاملها 	✓ من حيث شكل الإصدار
<ul style="list-style-type: none"> ✓ سندات مضمونة ✓ سندات غير مضمونة 	✓ من حيث الضمان
<ul style="list-style-type: none"> ✓ سندات ذات معدلات فائدة ثابتة ✓ سندات ذات معدلات فائدة عائمة ✓ سندات ذات معدلات فائدة صفرية 	✓ من حيث معدلات الفائدة

✓ من حيث جهة الإصدار	✓ سندات حكومية ✓ سندات دولية
✓ من حيث قابليتها للتحويل	✓ سندات قابلة للتحويل ✓ سندات غير قابلة للتحويل

المصدر : من إعداد الباحثة.

4- تقييم السندات: تتميز السندات بكونها عبارة عن صكوك مديونية، يتنفع مالكيها بفوائد دورية سنوية أو

نصف سنوية، وعند تقييم السندات يتم الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، و يمكن التعبير عنها بالعلاقة

التالية:¹

$$V_0 = \frac{V_{N+I}}{(1+k)} \dots \dots \dots (8)$$

حيث أن:

V_N : تمثل القيمة الاسمية للسند.

I : هو مقدار الفائدة الدورية.

K : يمثل مقدار العائد المطلوب.

ملاحظة: في حالة إذا كانت فترة الاستحقاق تزيد عن السنة فإن قيمة السند ستمثل القيمة الحالية للتدفقات

النقدية، تحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{(1+k)^t} + \frac{V^n}{(1+k)^n} \right) \dots \dots \dots (9)$$

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 130.

بالنسبة لتقييم السندات لا يوجد فقط هذه الطريقة لتقييم السندات، بل يوجد عدة طرق أخرى لتقييمها في المقابل تعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعاً.

5- الفرق بين الأسهم والسندات:

تشابه الأسهم مع السندات من حيث خصائص عديدة منها القابلية للتداول وعدم تجزئتها كما أنها تصدر بقيم متساوية، بينما تختلف في العديد من النقاط منها أن أصحاب الأسهم لهم الحق في إدارة الشركة واختيار أعضاء الجمعية العامة للشركة عبر التصويت أما حملة السندات فليس لهم هذا الحق.

في المقابل لحملة السندات الحق في الحصول على فوائد ثابتة مهما حققت الشركة من أرباح وفي حالة الخسارة فلهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من موجودات الشركة بينما أصحاب الأسهم لهم الحق في الحصول على الأرباح بعد توزيع أرباح المساهمين وقد يتحملون الخسارة.

في الجدول الموالي توضيح لأبرز النقاط الأساسية التي تبين الفروقات الجوهرية بين الأسهم والسندات.

الجدول رقم (06): الفرق بين الأسهم والسندات.

السندات	الأسهم
<ul style="list-style-type: none"> ● ديون على الشركة. ● حامل السندات دائن بقيمتها. ● عائد السندات ثابت أي أن حقوق حاملتها مضمونة ولا يتأثرون بالخسارة. ● حامل السندات ليس له الحق في إدارة الشركة أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو انتخاب أعضائها عبر التصويت إلا في حالات استثنائية (في حالة تغير الشكل القانوني للشركة أو إدماج الشركة في شركة أخرى). ● لحاملها الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية. ● الفوائد على السندات تعتبر من النفقات ولا تخضع للضرائب. ● للسندات تاريخ استحقاق أي أنها تلزم الشركة المصدرة لها بدفع قيمتها لمشتريها قبل انتهاء آجالها. ● حملة السندات ليس لهم الحق الإطلاع أو حضور اجتماعات الجمعية العامة أو الإطلاع على أي تقارير أو وثائق أو بيانات. 	<ul style="list-style-type: none"> ● أداة ملكية فهي جزء من رأس مال الشركة. ● حامل السهم شريك بقدر ما يملكه من أسهم. ● عائد الأسهم متغير حسب النشاط وقد يتحمل حاملها الخسارة. ● حامل السهم له الحق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة (حق التصويت وانتخاب أعضاء الجمعية العامة). ● في حالة الخسارة وعند تصفية الشركة يكون لنصيب المساهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة (ليس لهم الأولوية في الحصول على موجودات الشركة). ● عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح وهي تخضع للضرائب. ● ليس للأسهم تاريخ استحقاق أي أن حاملتها متعاقدون مع الشركة بآجال غير محدودة. ● للمساهمين حق الإطلاع على الوثائق والتقارير والبيانات المالية وكل المعلومات الخاصة بسيرورة عمل الشركة.

المصدر: من إعداد الباحثة.

المحاضرة العاشرة: المشتقات المالية (مفهومها، أنواعها، الأوامر)

شهد النظام المالي العالمي تطور الأسواق المالية وازدياد حجم المعاملات وتزايد حركة رؤوس الأموال عبر العالم، وعرفت الأسواق المالية الكثير من التطورات خاصة فيما يخص الابتكارات المالية التي كان لها أثرا واضحا على هندسة الأسواق المالية، من بين هذه الابتكارات ما يعرف بالمشتقات المالية.

أصبحت المشتقات المالية تشغل حيزا مهما على صعيد الأسواق العالمية، وتظهر أهميتها كونها أداة تستخدم لإدارة المخاطر، أداة للمضاربة والاستثمار لتحقيق العوائد، أداة للتحوط من تقلبات الأسعار ووسيلة للتنبؤ للأسعار المتوقعة.

تتناول هذه المحاضرة موضوع المشتقات المالية حيث سنتعرف فيها على مفهومها، أنواعها وعلى ماهية الأوامر وأنواعها المختلفة.

1- مفهوم المشتقات المالية

تختلف تعاريف المشتقات المالية باختلاف آراء مختلف الاقتصاديين والباحثين حول هذا الموضوع، سنذكر بعضها في مايلي:

التعريف الأول: عرف صندوق النقد الدولي المشتقات المالية على أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري"¹.

¹ عيساوي سهام، مرغاد لخضر، "استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية"، مجلة أبحاث قياسية وإدارية، المجلد 08، العدد 15، بسكرة، الجزائر، 2014، ص 147.

التعريف الثاني: " هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد)، والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع التعاقد"¹.

التعريف الثالث: عرفتها المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية SNA بأنها "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، وقيمة الأداة المشتقة تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد. وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، التحوط ضد المخاطر، والمراجعة بين الأسواق وأخيراً المضاربة"².

التعريف الرابع: " المشتقات المالية هي أوراق مالية 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 قيمتها من أصل آخر موجود"³.

التعريف الخامس: " المشتقات المالية هي أداة مالية تشتق قيمتها من سعر أو معدل عقد أو مؤشر مالي وهذا السعر يمكن أن يكون سعر ورقة مالية محددة أو سعر صرف أجنبي أو سعر سلعة أو معدل فائدة أو مؤشر أسعار، فالمشتقات المالية هي الأدوات المالية المشتقة وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها"⁴.

¹ طارق عبد العالي حماد، "المشتقات المالية - مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 05.
² سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 60-61.
³ مصطفى يوفى كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، دمشق، سوريا، 2009، ص 164.
⁴ المشتقات المالية، نشرة توعوية لمعهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، الكويت، 2009.

نستخلص من عرض مختلف المفاهيم السابقة أن المشتقات المالية هي نوع من العقود المالية تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، هي أدوات مالية تجري تسويتها في تاريخ مستقبلي تتوقف قيمتها على قيمة الأصل محل التعاقد قد يكون إما سلعة أو سعر صرف أو مؤشر... الخ.

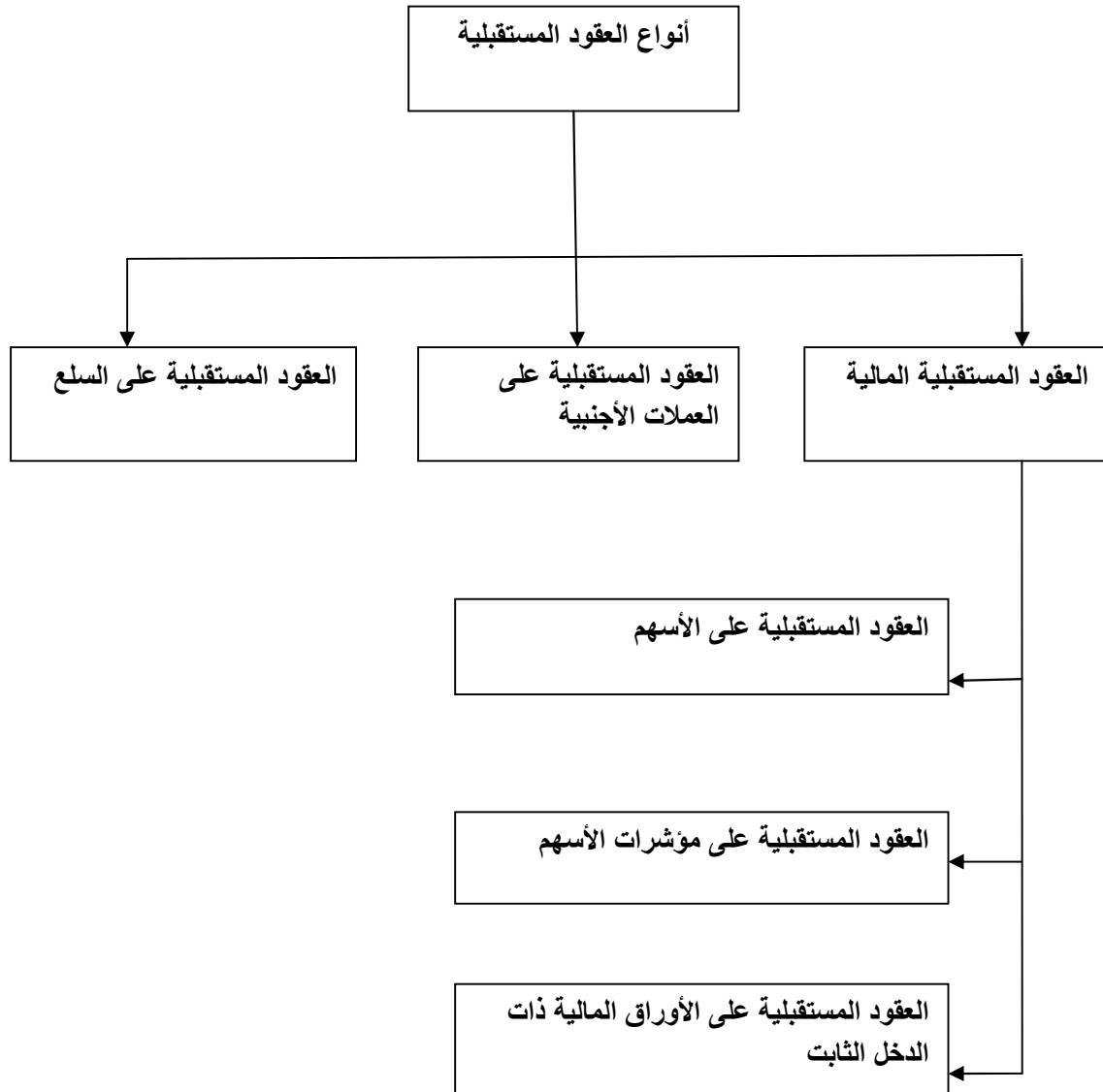
2- أنواع المشتقات المالية: نميز بين أربعة أنواع لعقود المشتقات المالية وهي:

أ- العقود المستقبلية: هي التزام قانوني يتم الاتفاق فيها على شراء أو بيع أصل محدد بسعر محدد بتاريخ مستقبلي محدد بحيث يتم الاتفاق على الأصل والسعر والكمية بين البائع والمشتري عند توقيع العقد، بينما يتم تسديد السعر وتسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي¹ ويدفع كل من البائع والمشتري هامشا محددًا مقدما ويسترد عند إنجاز التسوية.

وتنقسم العقود المستقبلية إلى أنواع عديدة سنحاول إيجازها في المخطط التالي:

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص98.

الشكل رقم (06): مخطط عن أنواع العقود المستقبلية.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بزاز حليلة، "المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)"، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد

1، العدد1، 2012، ص140.

ب- عقود المبادلات:

هي التزام تعاقدى مبني على تبادل تدفقات نقدية معينة (عملات) أو أصول معينة بشروط يتم الاتفاق عليها عند التعاقد منها طبيعة الأصل والسعر وقيمة المدفوعات لمبادلة العملة محل الاتفاق ومدة العقد¹ خلال فترة مستقبلية.

لعقود المبادلات أنواع عديدة لعل أهمها وأكثرها شيوعاً عقود مبادلة أسعار الفائدة وعقود مبادلة العملات.

ت- العقود الآجلة:

هي عقود التزام بين البائع والمشتري، يلتزم فيها البائع تسليم الأصل محل التعاقد للمشتري بسعر متفق عليه يسمى سعر التنفيذ في تاريخ لاحق² في المستقبل يسمى "تاريخ التسوية"، فهي عقود لا تختلف كثيراً عن العقود المستقبلية فكلاهما يتشابهان في الصيغة، أما الاختلاف فيكمن في كون العقود الآجلة شروطها محددة ويجري التعامل بها في السوق غير الرسمية، بينما يجري التعامل بالعقود المستقبلية في السوق الرسمية أما شروطها فيتم تفصيلها وفقاً لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.

ث- عقود الخيارات:

تسمى كذلك بعقود الاختيار وهي عقود تعطي لحاملها الحق دون أن يكون ذلك إلزاماً بأن يشتري أو يبيع أصلاً بالسعر الوارد بالعقد (سعر التعاقد) خلال فترة زمنية محددة، ويلتزم مشتري الخيار بدفع ما يسمى بالعمولات، ظهرت عقود الخيارات نتيجة التقدم الصناعي، حيث نظمت الولايات المتحدة الأمريكية أول سوق للتعامل خصيصاً بعقود الخيارات في مدينة شيكاغو سنة 1973، وقد تم تنميته أكثر مثل تنميط شروط التنفيذ وتنميط أسعار التنفيذ وكذا تحديد المسؤولية عن الصفقات مما أسفر عن انتشار التعامل بهذه العقود في أسواق

¹ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار الإيزوري، عمان، الأردن، 2009، ص417.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص668.

أخرى داخل الولايات المتحدة الأمريكية، حيث بلغت كمية العقود المحررة يوميا حوالي مليون عقد¹ وفي الجدول الموالي تصنيف لأبرز الفروقات بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

الجدول رقم (07): الفرق بين عقود الخيارات والعقود المستقبلية.

العقود المستقبلية	عقود الخيارات
<ul style="list-style-type: none"> ● عقد حقيقي ملزم للطرفين بتنفيذه على أن يتم تسليم الأصل ودفع قيمته في تاريخ لاحق. ● يترتب عليه صفقة شراء أو بيع فعلية. ● المستثمر في العقود المستقبلية لديه نسبة مخاطر قليلة مقارنة مع المستثمر في عقود الخيارات. ● مشتري المستقبلية وفي حالة الخسارة يدفع القيمة الكلية للعقد. 	<ul style="list-style-type: none"> ● يعطي الحق لمشتري الخيار في تنفيذ العقد من عدم تنفيذه. ● لا يترتب عليه صفقة شراء أو بيع فعلية. ● المستثمر في عقود الخيارات يتعرض لدرجة أقل من المخاطر من العقود المستقبلية. ● مشتري الخيارات وفي حالة الخسارة يقتصر بدفع قيمة العلاوة فقط.

المصدر: من إعداد الباحثة.

¹ بزاز حليلة، مرجع سابق، ص 142.

تقسم عقود الخيارات إلى عدة أنواع منها:

أولاً: حسب نوع الحق الذي تمنحها عقود الخيارات: بدورها تقسم إلى ثلاث أقسام وهي خيارات الشراء وخيارات البيع وخيارات مركبة¹.

1. خيارات الشراء: هي حق شراء أصل ما في تاريخ محدد، يكون صاحب الخيار ملزم بدفع علاوة مقابل الحصول عليه، كما هو ملزم ببيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه وفي التاريخ المتفق عليه أيضاً، تتحقق الأرباح بارتفاع القيمة السوقية للأصل محل التعاقد أما الخسارة فهي محدودة بمقدار العلاوة.

2. خيارات البيع: تعطي خيارات البيع لمشتريها الحق في الخيار وليس الالتزام في بيع أو عدم بيع الأصل المتفق عليه بسعر محدد خلال فترة تاريخ الاستحقاق، يكون صاحب الخيار ملزم بدفع علاوة مقابل الحصول عليه، صاحب الخيار هنا ملزم بشراء الأصل المتفق عليه بالسعر وفي التاريخ المتفق عليه، تتحقق الأرباح عند انخفاض القيمة السوقية للأصل، أما الخسارة فهي محدودة بمقدار العلاوة.

3. خيارات مركبة: وهي خيارات مزيج من خيارات الشراء وخيارات البيع، تفضل عادة للحصول على

امتيازات كل خيار.

ثانياً: حسب الأصل محل التعاقد: كل نوع مبني على أساس الأصل محل التعاقد تقسم إلى أربعة أنواع وهي

خيارات على السلع، خيارات على الأوراق المالية، خيارات على العملات وخيارات على مؤشرات الأسهم.

ثالثاً: حسب صلاحية ممارسة الحق: تقسم حسب هذا المعيار إلى ثلاث أقسام خيارات أمريكية، خيارات

أوروبية وخيارات آسيوية.

1. خيارات أمريكية: هي اتفاق تعاقدي يتم من خلالها منح المشتري الحق في تنفيذها في أي وقت حتى

تاريخ الاستحقاق.

¹ عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص587.

2. خيارات أوروبية: في هذا النوع لا يحق للمشتري المطالبة بتنفيذ عقد الخيار حتى يجل تاريخ الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).

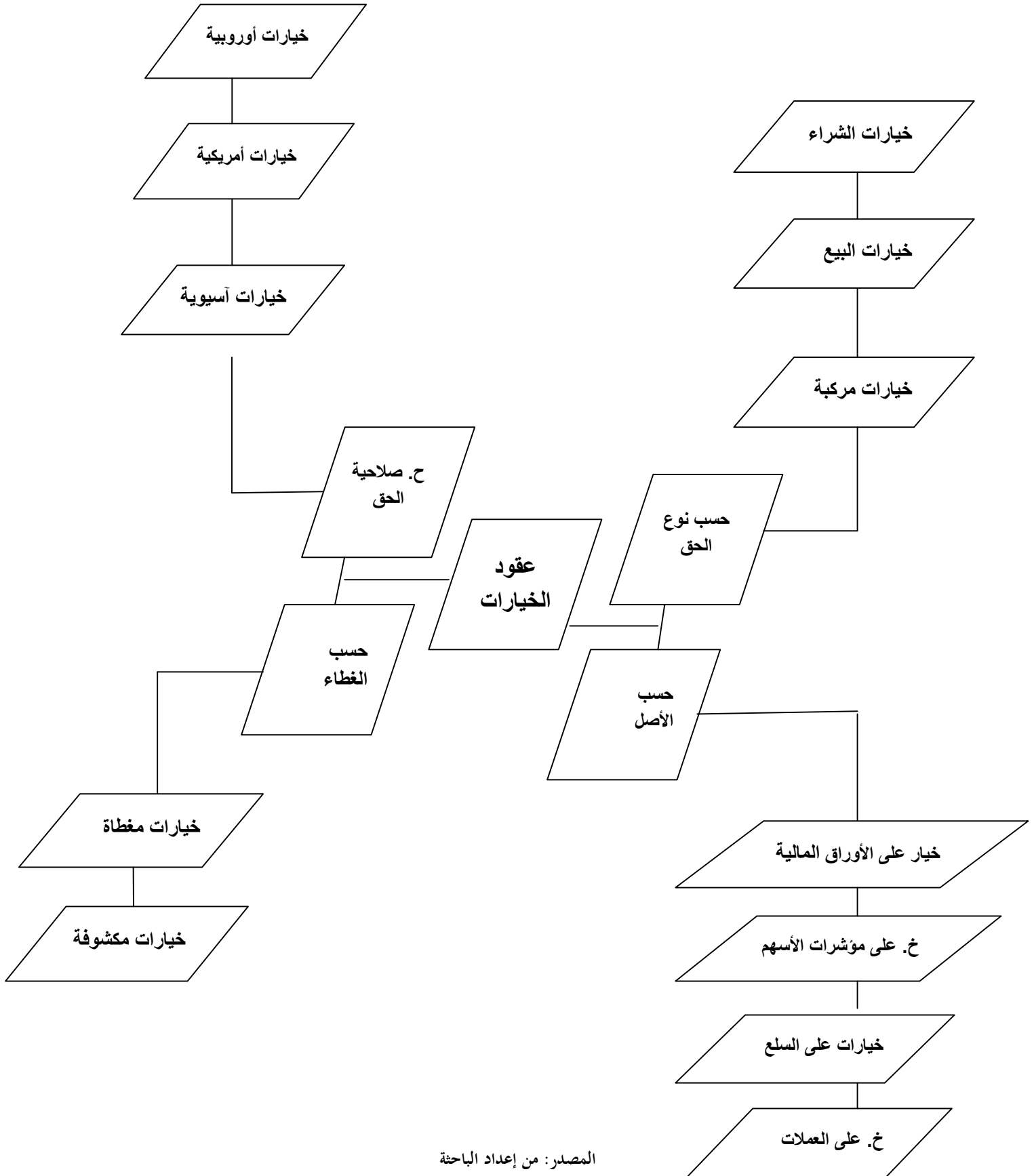
رابعاً: حسب الغطاء: تقسم حسب هذا المعيار إلى نوعين هما: خيارات مغطاة وخيارات مكشوفة.

1. خيارات مغطاة: يكون فيها مانح الخيار مالكا للأصول محل التعاقد، وبالتالي فإنه يستطيع تغطية التزامه بالبيع في حالة ما إذا اختار مشتري الخيار تنفيذ العقد.

2. خيارات مكشوفة: يكون فيها مانح الخيار ليس مالكا للأصول محل التعاقد، وبالتالي قد يضطر في هذه الحالة إلى شراء الأصول في حال اختار مشتري الخيار تنفيذ العقد.

وقد تم تلخيص كل ما سبق ذكره حول أنواع الخيارات في المخطط التالي:

الشكل رقم (07): مخطط لأنواع الخيارات.



المصدر: من إعداد الباحثة

هناك تصنيف آخر حديث يقسم على أساسه ما إذا كان خيار مربحا أو غير مربح أو خيارا متكافئا، يمكن

توضيح هذا التصنيف في الجدول التالي:

الجدول رقم (08): أنواع الخيارات حسب مستوى الربحية.

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	البيان
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

المصدر: طارق عبد العالي حماد، مرجع سابق، ص 46 .

3- الأوامر :

يقوم الوسطاء الماليين والسماسة بتجسيد رغبات العملاء بإجراء عمليات الشراء والبيع داخل البورصات، وبالتالي فهم يتلقون الأوامر من العملاء أي رغبتهم الصريحة في القيام بعمليات الشراء والبيع في الأسهم أو السندات أو المشتقات المالية.

1.3- مفهوم أوامر البورصات:

تعني اصطلاحا الأوامر التي يصدرها العملاء إلى الوسطاء الماليين لإجراء عملية من عمليات البورصة عبر تكليفه لإجراء أمر شراء إذا كانت رغبة العملاء هي عملية الشراء أو تكليفه لإجراء أمر بيع إذا كانت رغبة العملاء هي عملية البيع¹.

¹ محمد شكري الجميل العدوي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 122.

وحتى يتمكن الوسطاء الماليين من تنفيذ الأوامر في البورصات يشترط أن تكون هذه الأوامر واضحة وصريحة ومحددة لنوع وكمية الأمر (أمر شراء أو أمر بيع) وطبيعة الأمر (عملية حاضرة أو عملية آجلة)، ونوع الورقة المراد التعامل بها (أسهم أو سندات) والتاريخ المحدد لتنفيذها والتمن المتفق عليه وتحديد البورصة التي تتم فيها عملية البيع أو الشراء.

2.3- أنواع أوامر البورصات: يمكن تقسيمها بشكل عام إلى:¹

أولاً: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: تنقسم إلى

- أوامر التنفيذ بسعر ثابت: وهي الأوامر التي يتم فيها تنفيذ صفقة شراء أو بيع بسعر محدد ثابت.
- أوامر التنفيذ بسعر السوق: وهي الأوامر التي يتم فيها تنفيذ صفقة شراء أو بيع بسعر بأفضل سعر موجود في السوق عند استلام الأمر.

ثانياً: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الوقت هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها، وهذا الوقت قد يكون يوماً أو أسبوعاً أو شهراً كما قد يكون مفتوحاً للتنفيذ.

ثالثاً: الأوامر المحددة لحجم الصفقة: وهي الأوامر التي يحدد فيها العميل للوسيط المالي تنفيذ لعدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها.

رابعاً: الأوامر المحددة التي تجمع ما بين سعر ووقت التنفيذ: وهي الأوامر التي تحدد سعر تنفيذ الصفقة والفترة الزمنية المحددة لها.

خامساً: الأوامر الخاصة: وهي أوامر تتميز بطبيعة خاصة نذكر منها:²

¹ انظر منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص126.
² عصام حسين، "الأوراق المالية في البورصة"، أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2008، ص 89.

➤ أوامر الإيقاف: يتم فيها تحديد العميل للوسيط المالي سقف الأسعار في حالة الشراء أو في حالة البيع لتنفيذ الصفقات عندها لتفادي الخسارة.

➤ أوامر التنفيذ المطلق: يتم فيها ترك الحرية المطلقة للسماسة لشراء أو بيع الأوراق المالية حسب رؤيته التي يراها مناسبة لمصلحة المستثمر من حيث نوع وعدد الأوراق المالية وسعرها والوقت المناسب لتنفيذها.

المحاضرة الحادية عشر: محفظة الأوراق المالية (مفهومها، أنواعها، إدارة وتسيير المحافظ

(المالية)

حجزت المحافظ المالية أهمية خاصة في أجندة المال والأعمال في الوقت الحالي خاصة لما تحتله من مكانة خاصة في عالم الاستثمارات، فالمحافظ المالية تعود بالنفع على الشركات بصفة عامة والمستثمرين بصفة خاصة لما توفره من خاصية إمكانية التنويع في الاستثمارات، حيث تسمح بتعظيم العوائد مقابل تحمل درجات أقل من المخاطر.

ترتبط نظرية المحفظة بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرين، والتي توازن بين العائد والمخاطرة وذلك بناء على فرضية أن المستثمر يتميز بالعقلانية ولا يجذب المخاطرة.

تم تخصيص هذه المحاضرة للتعرف على مفهوم محفظة الأوراق المالية، أنواعها وكيفية إدارة وتسيير المحافظ المالية.

1- مفهوم محفظة الأوراق المالية:

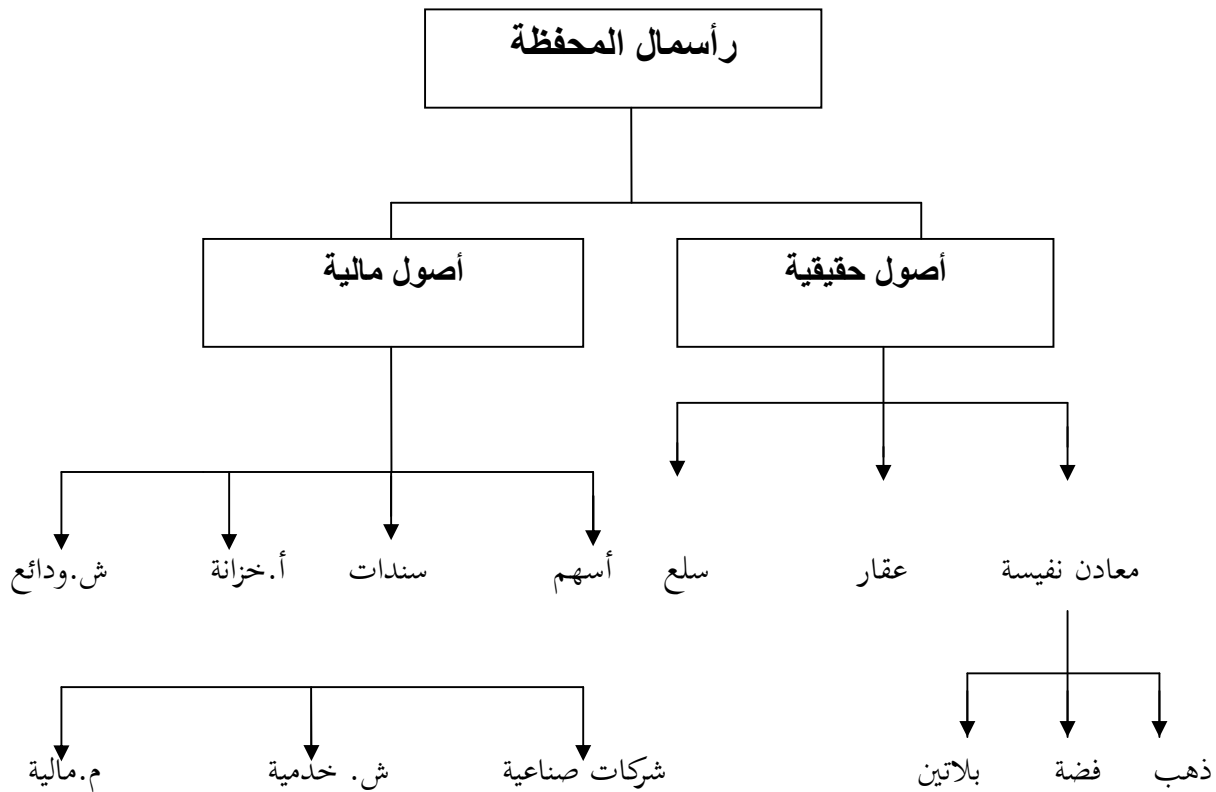
عرفها جاك هامون على أنها " تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية أو هي مجموعة من النسب للأوراق المملوكة للمستثمر والتي تساوي في مجملها 100% " ¹، كما تعرف على أنها "المحفظة التي تضم جميع الأوراق المالية والموجودات الرأسمالية المتداولة في السوق وبحسب القيمة النسبية لكل منها إلى مجموع يضم موجودات محفظة السوق وتستخدم هذه المحفظة في احتساب عوائد الأسهم ومخاطرها" ²، وبالتالي فإذا وضحنا أكثر فإن المحفظة المالية هي عبارة عن باقة أو تشكيلة من أوراق مالية مختلفة يحتفظ بها المستثمر بغرض توظيفها والحصول على أكبر عائد عند مستوى معين من المخاطرة.

¹ Hamon Jaques, « Bourse et gestion de portefeuille », 2éme édition, Economica, Paris, 2005, P252.

² الحسيني فلاح، الدوري مؤيد، " إدارة البنوك"، دار وائل للنشر، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2000، ص156.

تجدر الإشارة أن المحفظة المالية هي جزء من رأسمال المحفظة، فهذا الأخير يتكون من المحفظة المالية والمحفظة الاستثمارية التي تعرف على أنها " إدارة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، وقد يكون مدير المحفظة مالكا لها كما قد يكون مأجورا، وحينئذ ستتفاوت صلاحيته في إدارتها وفق شروط العقد المبرم بينه وبين المالك، وتختلف المحافظ الاستثمارية في تنوع أصولها فهي تجمع بين أصول حقيقية مثل الذهب، العقار والسلع وأصول مالية كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة"¹. وتهدف المحافظ الاستثمارية إلى تحقيق أكبر عوائد ممكنة بأقل مخاطر ممكنة وتحقيق استقرار تدفق الدخل وتحقيق والمحافظة على السيولة ويوضح الشكل التالي مكونات رأس مال المحفظة.

الشكل رقم (08): مكونات رأس مال المحفظة.



المصدر: ناظم الشامري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة 1، الأردن، ص 267.

¹ مطر محمد، تيم فايز، مرجع سابق، ص 179.

2- أنواع المحافظ المالية: نميز بين ثلاث أنواع وهي:¹

➤ محفظة الدخل:

هي محفظة تهدف إلى تحقيق دخل جاري مستقر نسبيا ضمن إطار محدد من المخاطر وتشمل هذه المحفظة سندات حكومية وسندات غير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم شركات كبيرة وذات سمعة جيدة، ويعتمد صغار المستثمرين على محافظ الدخل لكونها تحقق عوائد كبيرة.

➤ محفظة النمو:

وهي محفظة تهدف إلى تحقيق إيرادات رأسمالية مثلا كالاستثمار في أسهم لشركات تحقق أداء مالي جيد، بالتالي فإنها تحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة.

➤ المحفظة المختلطة:

هي المحافظ التي تجمع بين محافظ الدخل ومحافظ النمو وهي تضم تشكيلة من الأوراق المالية المختلفة، وبالتالي فهي تحقق إيرادات جارية مستقرة نسبيا وإيرادات رأسمالية، يفضل المستثمر الرشيد هذا النوع من المحافظ التي توازن بين العائد والمخاطرة.

3- إدارة وتسيير المحافظ المالية:

لدى مدير المحفظة المالية ثلاث قرارات مهمة يتخذها هي كيفية توزيع الأصول المالية وكيفية اختيار الأصول المالية واختيار التوقيت الاستثماري المناسب.

¹ لمزيد من التفاصيل انظر موسى بن كمال، "المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، المجلد 03، العدد 03، 2005، ص38.

ويمكن إدارة المحفظة المالية من خلال أولاً تحديد أهداف المستثمر ثم تحليل الفرص الاستثمارية المتاحة وأخيراً تقييم كفاءة أداء المحفظة المالية.

لمديري المحافظ المالية أربع استراتيجيات يلجأ إليها في مجال إدارة هذه المحافظ وهي:¹

➤ **الإستراتيجية الهجومية:** هي مفضلة لدى المستثمرين المضاربين، يكمن هدفهم الأساسي تحقيق أقصى

العوائد، فهم يفضلون تحقيق أقصى الأرباح الممكنة عن عنصر الامان، ولا تهمهم المخاطرة.

➤ **الإستراتيجية الدفاعية:** في ظلها يكون المستثمرون جد متحفظون اتجاه المخاطرة ويفضلون عنصر الأمان

عن تحقيق أقصى الأرباح.

➤ **الإستراتيجية المتوازنة:** هي مزيج بين الإستراتيجية الهجومية و الإستراتيجية الدفاعية، يتبناها المستثمرون

الذي هدفهم تحقيق استقرار نسبي في المحفظة على المدى الطويل، ما يمكنهم من تحقيق أقصى عوائد ممكنة

مع تبني مستويات مقبولة من المخاطرة.

➤ **استراتيجية التنوع:** يقوم التنوع بتوفير تشكيلة مختلفة من الأوراق المالية في المحفظة التي من شأنها تقليل

نسبة المخاطرة وتحقيق مستويات جيدة من العوائد في نفس الوقت،، سنتطرق إلى التنوع بشيء من التفصيل

في المحاضرات القادمة.

ويأخذ بعين الاعتبار مديري المحافظ المالية عند إدارتها هذه النقاط التالية:

✓ سعر الورقة المالية الحالي ومدى التقلبات في سعرها.

✓ نسبة العائد ومدى التقلبات فيها.

✓ تأثير التضخم على أسعار الأوراق المالية.

ملاحظة: تتغير هذه العوامل مع مرور الزمن، ومن سوق إلى آخر، ومن مستثمر إلى آخر.

¹ موسى بن كمال، مرجع سابق، ص 40.

المحاضرة الثانية عشر: مخاطر الاستثمار في المحافظ المالية.

(مفهوم المخاطر، أنواعها، كيفية قياسها)

يعتبر الاستثمار في المحافظ الاستثمارية من أبرز وأكبر الاستثمارات في عالم الأسواق المالية حالياً، هذه الأخيرة التي تتعرض للكثير من المخاطر والأزمات المالية خاصة في ظل انتشار العولمة المالية، الانفتاح المالي المتزايد، تحرير الأسواق، انفتاح الأنظمة المالية وسرعة انتشار ابتكارات مالية جديدة ما يجعل المستثمرين ينشطون في بيئة مالية متعددة المخاطر.

انطلاقاً مما سبق أصبح من الضروري للمستثمر تصميم خطط مالية مستقبلية محكمة التي يتمكن من خلالها اختيار أصول محفظة مالية مناسبة توفر عوائد جيدة وتراعي نسبة مخاطرة محتملة.

وفي ظل هذا ظهرت نظرية المحفظة المثلى للاقتصادي **Harry Markowitz** كإحدى المساهمات الهامة في مجال اتخاذ قرار الاستثمار عند اختيار الأوراق المالية لتشكيل المحفظة المالية.

قبل التطرق إلى محفظة المحفظة المثلى وجب التعرف أولاً على المخاطر المالية وأنواعها وكيفية قياسها.

1- مفهوم المخاطر المالية:

قبل تعريف ماهية المخاطر المالية وجب أولاً التطرق إلى تعريف المخاطرة.

تعرف المخاطرة على أنها " درجة عدم التأكد المرتبطة بقيمة الأصل المالي وعوائده في المستقبل "¹.

المخاطر المالية " هي عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية، وينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً "¹.

¹ Bertrand Jaquillat, Burno Solnik, « Les marchés financiers et la gestion de portefeuille », 2ème édition, Dunod, Paris, France, 1976, P28.

تعرف أيضا بأنها " الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة ² .

نستنتج من خلال هذه التعاريف أن المخاطر المالية هي احتمال وقوع خسارة من الممكن أن تنشأ من خلال معاملة مالية معينة، قد تكون ناتجة من تقلبات الأسعار في السوق أو من المنافسين أو ظروف سوقية حرجة أو غيرها.

2- أنواع المخاطر المالية: تصنف المخاطر الناتجة عن الاستثمار بالأوراق المالية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

أ- مخاطر منتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بظروف السوق وتعرض مجمل الأوراق المالية إلى هذه المخاطر كونها متعلقة بالسوق، ويصعب على المستثمر التخلص من هذه المخاطر لكونها نابعة أصلاً من المكان الذي ينشط فيه وبالتالي فإنه يلجأ إلى التنويع لتخفيفها أو للتخلص منها وهي تشمل:

➤ مخاطر الائتمان:

وهي " الخسائر الناتجة عن امتناع أحد الأطراف عن الوفاء بالتزاماته الناشئة عن أحد عقود المشتقات ³ بمعنى أن مخاطر الائتمان هي مخاطر ناجمة عن تخلف طرف ما في عقد مالي من الوفاء بأحد التزاماته اتجاه الطرف الآخر، وهذا ما يتسبب في وقوع خسارة مالية، وللتقليل من حدة هذه المخاطر تلجأ الشركات إلى ما يسمى

¹ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 42.

² أسامة عزمي سلام، "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامد، عمان، الأردن، 2009، ص 20.

³ سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق، ص 331.

بإدارة مخاطر الائتمان الذي يحتوي على مجموعة من الإجراءات التي تقوم بالرقابة على مخاطر الائتمان، وتحليل وتقييم الائتمان من خلال تقييم قدرة العميل على السداد وفقا لسياسات ائتمانية مفصلة.

➤ مخاطر السوق:

تنشأ نتيجة التقلبات في أسعار السوق وتشمل مخاطر سعر الفائدة الناتجة التي قد تسبب في تراجع الإيرادات نتيجة تقلب أسعار الفائدة ومخاطر أسعار الصرف والعملات الأجنبية وأسعار حصص رأس المال ومخاطر أسعار السلع، وبالتالي من الممكن أن تؤثر سلبا على عوائد وأرباح الشركة.

➤ مخاطر السيولة:

تتعلق بقدرة بيع استثمار في أي وقت ليكون سيولة نقدية وهي " تضائل الربح أو انعدامه عند الرغبة الطارئة للمستثمرين في تسهيل استثماراتهم فجأة نظرا لظروف معينة"¹.

عموما تصنف الأصول إلى أصول عالية السيولة أو أصول معتدلة السيولة أو أصول غير سائلة حسب الوقت اللازم لبيع الأصول بقيمتها العادلة في السوق في وقت وجيز، وتظهر مخاطر السيولة عندما لا تستطيع الشركة أو المؤسسة تسديد كامل التزاماتها في الوقت المحدد لها مما قد يضطرها بتدبير أموال لدفع هذه المستحقات بتكلفة إضافية.

ب- مخاطر غير منتظمة:

هي مخاطر خاصة متعلقة بشركة أو قطاع معين، قد تكون أسباب هذه المخاطر مثلا تغير توجهات المستهلكين أو تغير في قوانين الشركة أو إضرابات عمالية مما قد يؤثر على أسعار أسهم الشركة، يمكن القضاء على المخاطر غير المنتظمة بما يسمى بتنوع الاستثمارات¹.

¹ سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، الأردن، 2009، ص32.

ت- المخاطر الكلية:

هي مختلف المخاطر التي تحيط بالمستثمر سواء كانت مخاطر منتظمة أو مخاطر غير منتظمة أو كليهما معا مثل مخاطر انخفاض القدرة الشرائية الناتجة عن ارتفاع مستويات التضخم في البلاد.

3- قياس مخاطر الاستثمار:

تتجلى رغبة المستثمرون في تعظيم عائدات استثماراتهم مع محاولة التكيف مع المخاطر التي قد يتعرضون لها، فالمخاطر هي دالة للعوائد حيث أنه لا يمكن حساب العائد أو تقديره بدون قياس المخاطر الذي قد يتعرض لها المستثمرون، فلا بد لمدير المحفظة من قياس مخاطر الاستثمار الفردي لمكونات المحفظة ليتمكن من اتخاذ القرار المناسب واللازم لتشكيل المحفظة.

وفي الحقيقة توجد عدة معايير لقياس الخطر إلا أنه سنكتفي بذكر أهمها فهذين المقياسين هما الانحراف المعياري δ ومعامل بيتا β هما الأكثر استعمالاً والأكثر شيوعاً.

➤ الانحراف المعياري δ في قياس المخاطر:

يقيس هذا المعيار مدى انحراف القيم المحققة من العائد عن وسطها الحسابي أي أنه يقيس مدى انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، يحسب الانحراف المعياري δ بالعلاقة التالية:²

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2} \dots \dots \dots (1) \quad \text{حيث أن:}$$

¹ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سابق، ص 423.
² سحنون محمد، مرجع سابق، ص 126.

δ : تمثل الانحراف المعياري.

R : تمثل مستوى العائد خلال فترة زمنية معينة.

\bar{R} : يمثل متوسط العائد.

n : هي الفترة التي تتوفر فيها بيانات العائد.

وفي حالة إذا كانت نسبة المخاطرة متوقعة مستقبلا فهنا تختلف طريقة قياسها حيث تقاس بالعلاقة التالية:

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

حيث أن:

δ : الانحراف المعياري للمخاطر المتوقعة.

$E(R_i)$: يمثل التوقع الرياضي للعائد مقابل احتمال وقوعه.

$E(\bar{R}_i)$: يمثل نسبة العائد المتوقع على الاستثمار.

P : احتمال تحقيق العائد.

➤ معامل بيتا β لقياس المخاطر:

يعد معامل بيتا β أحد أهم المقاييس المعتمدة في قياس المخاطر المنتظمة، يقيس هذا المعامل حساسية

عائد الورقة المالية (سهم) نتيجة تغير عائد محفظة الأوراق المالية.

يُحسب معامل بيتا β بالعلاقة التالية:¹

¹ سحنون محمد، مرجع سابق، ص 126.

$$\beta = \frac{\text{Cov} (R_m , R_i)}{\delta m} \dots\dots\dots(2)$$

حيث أن:

β_i : معامل بيتا للسهم.

R_m : معدل عائد المحفظة للسوق.

R_i : معدل عائد السهم.

$\text{Cov} (R_m, R_i)$: هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين **m** و **i** في الانحراف المعياري ل **R_m** والانحراف المعياري.

R_i : يمثل تباين معدل عائد المحفظة.

ملاحظة:

إذا كان معامل بيتا **β** أكبر من 1 أو يساوي 1 يكون السهم ذو طبيعة هجومية.

إذا كان معامل بيتا **β** أقل من 1 يكون السهم ذو طبيعة دفاعية.

المحاضرة الثالثة عشر: سياسة التنويع ونظرية المحفظة المثلى

(مفهوم التنويع، أنواعه، كيفية تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى)

يعد الاقتصادي **Harry Markowitz** أول من سلط الضوء على نظرية المحفظة المثلى و فكرة تنويع

الاستثمارات عام **1952** التي استمدها من المثل الذي يقول " لا تضع كل البيض في سلة واحدة " .

تم تخصيص هذه المحاضرة للتطرق إلى مفهوم التنويع الاستثماري، أنواعه وكيفية تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى .

1- مفهوم سياسة التنويع الاستثماري:

أثبت رياضيا في مقالته أنه عند جمع أكثر من سهم في المحفظة المالية فإن العائد الكلي لهذه الأسهم ونسبة

مخاطرتها مقاسة بالانحراف المعياري تعتبر أفضل من أن كل سهم على حدى، وبالتالي عدم الاستثمار في استثمار مالي واحد¹.

يمكن القول أن **Harry Markowitz** هو أول من تطرق إلى مفهوم العائد والمخاطرة في الاستثمار

ونال عليها جائزة نوبل عام **1990**.

إن ظروف عدم التأكد وإفرازات العولمة المالية فرضت على المستثمر التفكير جيدا لاتخاذ القرار الرشيد،

فالمستثمر العقلاني يبحث عن تعظيم عوائد استثماراته وتخفيض نسبة المخاطرة في نفس الوقت.

وتعتمد المنفعة التي يسعى المستثمر إلى تعظيمها على نسبة العائد ونسبة المخاطرة المتوقعين من الاستثمار،

أي أن المستثمر يهدف إلى تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة، لكن في الحقيقة هذين الهدفين

¹ بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاه، "التنويع الاستثماري كآلية لإدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية باستخدام خوارزميات النمل- حالة البورصات العربية"، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، المجلد 12، العدد 02، 2015، ص141.

متناقضين، فزيادة العوائد مرتبطة بالارتفاع في نسبة المخاطرة ونظرا لأن الأسواق المالية تتميز بعدم التأكد وهي معرضة باستمرار للتقلبات المالية المفاجئة فإن المستثمرين يتعاملون بحذر عند الاستثمار في أي ورقة مالية لتجنب الخسائر.

تقوم نظرية **Harry Markowitz** على مبدأ التنوع الذي يقوم بدوره على مبدأ المزج بين عدة أصول مالية وأصول حقيقية، يتم اختيارها وفقا لأسس علمية بالاعتماد على نماذج رياضية وإحصائية لتحديد الأصول المناسبة لتشكيل المحفظة المثلى التي يمكن أن تحقق للمستثمر أكبر عوائد وأقل تكاليف.

تقوم سياسة الاستثماري على تنوع الأصول المالية داخل المحفظة أي عند الاستثمار يتم توزيع الأموال على أكثر من سهم واحد لشركات مختلفة وهو ما يساعد في تخفيض نسبة المخاطرة المرتبطة بها، قد تكون هذه المخاطر منتظمة أو غير منتظمة وبالتالي يعتبر التنوع الاستثماري أحد استراتيجيات التي يعتمد عليها في إدارة المخاطر.

يتمثل هدف المستثمر في اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق له أكبر عائد ممكن و أقل نسبة مخاطرة في نفس الوقت، وفي هذا الصدد عرفت النظرية الاقتصادية العديد من النماذج التي تساعد في عملية اتخاذ القرار الذي يساعد في تكوين المحفظة المثلى منها نموذج أو نظرية المحفظة الحديثة في عام 1990 والتي أثبتت إمكانية تكوين محفظة استثمارية كفؤة انطلاقا من سياسة التنوع الاستثماري¹.

2- العلاقة بين المخاطرة / العائد:

تقوم سياسة التنوع الاستثماري على مبدأ تنوع الاستثمار في الأوراق المالية، وقد تنجح هذه السياسة إلى حد كبير من التخلص من المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

¹ بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاة، مرجع سابق، ص 141.

تقترح سياسة التنوع أفضل استثمار يكون فيه معامل الارتباط سالب بين العائد المتوقع من الاستثمار وبين نسبة المخاطرة المتوقعة من هذا الاستثمار، ما يعني أنه عند اختيار أصول المحفظة الاستثمارية يأخذ المستثمر بعين الاعتبار عاملين هما نسبة العائد ونسبة المخاطرة.

يكون هدف المستثمر من بناء وتشكيل المحفظة الاستثمارية تعظيم العائد عند مستوى محدد من المخاطرة أو تخفيض المخاطرة عند مستوى مقبول من العائد، ويعتبر تحقيق هذا الهدف إضافة جديدة في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية.

أكد **Harry Markowitz** على عنصر المخاطرة من خلال إضافة المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية في المحفظة الاستثمارية، التي تأتي من الارتباط بين عوائد الأسهم.

لمعرفة درجة الارتباط بين عوائد الأسهم يستخدم التباين المشترك حيث أنه قد تتحرك بعض عوائد الأسهم مع بعض في اتجاه واحد صعودا أو هبوطا في نفس الوقت، وبالتالي يفكر المستثمر في التخفيض من هذه المخاطر من خلال التنوع الاستثماري¹.

3- أنواع التنوع:

أ- التنوع البسيط:

يسمى كذلك التنوع الساذج ويقوم على أساس أنه كلما زاد تنوع الأوراق المالية في المحفظة كلما انخفضت نسبة المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها، علما أنه يتم اختيار هذه الأوراق المالية دون إجراء أي دراسة أو تحليل أي بطريقة عشوائية، وكلما تنوعت الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر ويتم اللجوء إلى التنوع البسيط من طرف المستثمر عندما لا تتوفر لديه معلومات دقيقة حول عوائد ومخاطر الأسهم المحتملة، قال

¹ لمزيد من التفاصيل انظر عدنان عبد الفتاح صوفي وآخرون، "إمكانية الاستفادة من التنوع الاستثماري في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية"، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد2، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1989، ص05.

Evans and Archer في هذا الصدد أنه "عند زيادة عدد الأسهم في المحفظة فإن المخاطر تقل وعندما تحتوي المحفظة تقريبا على عشرة أسهم أو أكثر فإن المنافع الاقتصادية للتنوع تظهر"¹. من جهة أخرى فإن هذا الأسلوب قد يؤدي إلى نتائج عكسية منها صعوبة إدارة وتسيير المحافظ المالية بسبب احتوائها على عدد كبير ومتنوع من الأوراق المالية أو صعوبة البحث الدائم عن الأوراق المالية الأكثر ضمانا وغيرها.

ب-تنوع Markowitz:

يعتمد تنوع **Markowitz** على اختيار وتنوع الأوراق المالية في المحفظة وفقا لأسس علمية باستخدام نماذج رياضية وإحصائية وبعد إجراء دراسة معمقة، يتم من خلال هذا النوع من التنوع تفضيل الأوراق المالية التي ليس لديها درجة كبيرة من الارتباط وذلك لتخفيض المخاطر إلى أقصى درجة ممكنة.

عند اختيار أصول المحفظة المالية بطريقة علمية يتم التوصل إلى ما يسمى بالتنوع الكفاء أي بمعنى دقيق هو تخفيض نسبة المخاطرة عند مستوى معين من العائد في المحفظة المالية، فكلما كان الارتباط بين عوائد الاستثمار قريب من (-1) كلما كان التنوع أفضل ويتوصل إلى تخفيض المخاطرة إلى مستوى كبير، أما في حالة العكس كلما كان معامل الارتباط بين عوائد الاستثمار قريب من (+1) كلما كان التنوع محدود وتكون نسبة المخاطرة كبيرة².

4- تصميم المحفظة الاستثمارية المثلى:

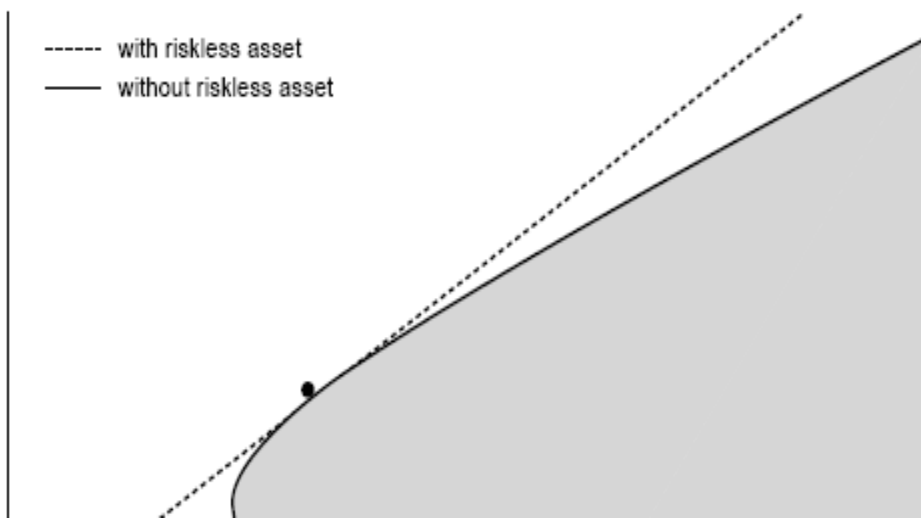
يستند نموذج المحفظة المثلى على عدة افتراضات نذكر منها أن توقعات المتعاملون متجانسة ويتميز المستثمرون بالعقلانية من المخاطر أما المنافسة فهي تامة كما أنه يوجد عدد كافي من الأوراق المالية (كما ونوعا)، ولا يوجد بيع على المكشوف ولا يوجد أي شكل من القيود على شراء وبيع الأصول المالية. عند رغبة المستثمر في تصميم

¹ Meir Statman, "How many stocks make a diversified portfolio", journal of financial and quantitative analysis, vol22, no 03, 1987, P353.

² خطاب سامي، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، بيئة الأوراق المالية، أبو ظبي، الإمارات، 2007، ص11.

الاستثمارية المثلى يجب أولاً تحديد "منحنى الكفاءة الحدودي" والذي يمثل باقة من المحافظ التي لها أعلى عوائد لكل مستوى محدد من المخاطرة أو تخفيض المخاطرة عند مستوى مقبول من العائد، وتسمى المحافظ التي تقع على منحنى الكفاءة الحدودي "بالمحافظ الاستثمارية الكفؤة" ويبين الشكل التالي منحنى الكفاءة الحدودي لمجموعة من المحافظ الاستثمارية¹.

الشكل رقم (09): منحنى الكفاءة الحدودي للمحافظ الاستثمارية.



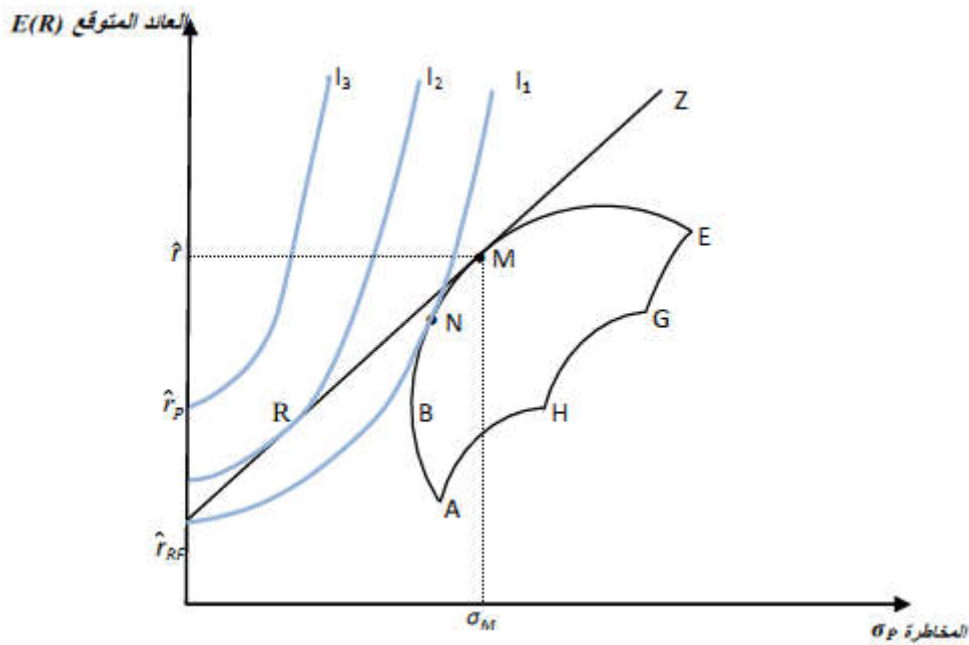
المصدر: بلعزوز بن علي، نعام مريم نجاة، مرجع سابق، ص 145.

يظهر من خلال الشكل أعلاه أن المحافظ الواقعة على جهة اليمين هي جزء من المجموعة الكفؤة لمنحنى الكفاءة الحدودي، أما المحافظ الواقعة على جهة اليسار فهي ليست جزءاً من المحافظ التي من الممكن الوصول إليها.

¹ بلعزوز بن علي، نعام مريم نجاة، مرجع سابق، ص 145.

يتضمن اختيار المستثمر للمحفظة المثلى أولاً تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة ثم ثانياً اختيار المحفظة المثلى من بين مجموعة المحافظ الكفؤة¹، وعند اختيار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة المثلى يجب تبني "مقاييس الاستثمار المزدوج" أو ما يعرف بمقاييس العائد والمخاطرة، في ظل هذا يتشكل مجموعة من الأوراق المالية الكفؤة التي تكون ما يسمى "بالاستثمار الكفؤ"². يعرف منحنى الاستثمار الكفؤ بأنه الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد بنفس درجة مخاطرة³، ويبين الشكل التالي منحنى الاستثمار الكفؤ للمحفظة المثلى.

الشكل رقم (10): منحنى الاستثمار الكفؤ للمحفظة المثلى.



المصدر: شعوفي فاطمة الزهراء، "أثر سياسة التنويع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية، دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر، 2020، ص 201.

¹ محمد محسن، حسن ليلي، "بناء محفظة استثمارية مثلى"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 27، 2010، ص 28.

² محمد مطر، تيم فايز، مرجع سابق، ص 205.

³ الحناوي محمد صالح، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الطبعة 02، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 292.

يبين منحني الاستثمار الكفاء للمحفظة المثلى العلاقة بين العائد المتوقع ونسبة المخاطرة لعدد من الأوراق المالية، ويظهر من خلاله شكل المضلة التي تعبر عن المنحنى المغلق **ABNMEGH** (مجموعة المحافظ المتاحة للاختيار من طرف المستثمرين عند مستوى معين من المخاطرة).

المحافظ التي تقع على جهة اليسار في المنحنى تسمى بالمحافظ الكفوة وهي المحافظ التي تمثلها هذه النقاط **BNME** فهي تعطي أعلى عائد لمستوى محدد من المخاطرة أو أقل مخاطرة لمستوى مقبول من العائد وهو البيت المقصود. يلاحظ من خلال المنحنى أيضا أن المحفظة **N** و **A** لديهما نفس مستوى من المخاطرة لكن المحفظة **N** تحقق عائد أكبر مقارنة مع بما تحققه المحفظة **A**¹.

¹ شعوفي فاطمة الزهراء، مرجع سابق، ص 207.

قائمة المراجع:

- 1- خوني رايح، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها"، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008.
- 2- محمد توفيق ماضي، "تمويل المشروعات"، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1972.
- 3- مصطفى رشدي شيحة، "النقود والمصارف والائتمان"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 4- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.
- 5- محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 6- السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- 7- رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعزز للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2005.
- 8- محمود الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 9- خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية. دراسة تطبيقية-المستثمرون في قطاع غزة"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، قسم محاسبة وتمويل، عمادة الدراسات العليا، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، غير منشورة، 2006.
- 10- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية -الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح-"، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2003.
- 11- زلاطو نعيمة، دانة أحمد، "دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد قرارات الاستثمار والتمويل للشركات"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 05، العدد 02، 2022.
- 12- محمد مطر، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة 03، عمان، الأردن، 2004.
- 13- هوشيار معروف كاكما مولا، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2019.
- 14- عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، "أسواق الأوراق المالية -نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها"، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، 2016.
- 15- جمال الدين علي عوض، "الأوراق التجارية السند الاذني -الكيميالة-الشيك - دراسة للقضاء-"، مطبعة جامعة القاهرة والكتاب الجامعي، القاهرة، مصر، 1995.
- 16- أحمد نصر الجندي، "الأوراق التجارية والإفلاس في قانون التجارة الجديد"، دار الكتب القانونية، سنة 2012.

- 17- حسين بني هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.
- 18- نبيل سهام، "الودائع المصرفية"، مذكرة ماجستير في الحقوق فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر، دون سنة.
- 19- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي، "الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة"، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2004.
- 20- نihal فريد مصطفى، عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 21- رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها"، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
- 22- هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، متاح على الرابط التالي:
https://www.qfina.org.qa/English/MediaCenter/Documents/investorawareness/Introduction_to_capital_markets.pdf
- 23- عاطف علاونة، "الاستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية"، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والاستثمارية، دمشق، سوريا، 2008.
- 24- محمود محمد سمير، محمود المصري، "تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2011.
- 25- أحمد أبو الفتوح الناقه، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 26- أديب قاسم شندي، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة: سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، العراق، 2013.
- 27- جبار محفوظ، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 28- بن عزوز عبد الرحمن، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، (رسالة غير منشورة)، 2012/2011.
- 29- حسين عبد المطلب الأسرج، "آليات تفعيل البورصة العربية الموحدة"، الأهرام الاقتصادي، مصر، 2005.
- 30- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.
- 31- عبد الله السلمي، "التغيرات في المضاربات في بورصة الأوراق المالية توصية وحكمة، الدورة العشرون للمجتمع الفقهي الإسلامي المنعقد في مكة المكرمة، المملكة العربية السعودية، 25-29 ديسمبر 2010.
- 32- عصام أبو النصر، "أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، الطبعة 01، القاهرة، مصر، 2006.
- 33- عاطف وليم أندروس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- 34- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999.

- 35- عبد النافع الزرري، غازي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للطباعة والنشر، الطبعة الأولى الأردن، 2001.
- 36- زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005.
- 37- محمود أمين زوبل وآخرون، "بورصة الأوراق المالية وموقعها في السوق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 38- جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 39- سمير عبد الدايم، حسن العويسي، "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل، فلسطين، 2010.
- 40- بشار ذنون الشكرجي وآخرون، "التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية-دراسة تحليلية في هيئة من أسواق المال في الخليج العربي"، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 06، العدد 17، العراق، 2010.
- 41- عتروس سهيلة، "الأسهم كأداة استثمار في سوق رأس المال والموقف الشرعي منها"/ مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 08، العدد 11، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016.
- 42- عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، أبو ظبي، الإمارات، 2006.
- 43- سليم جابو، "تحليل حركة الأسهم في بورصة الأوراق المالية -دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة 2001-2010"، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، 2012/2011.
- 44- ميسون علي حسين، "الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري"، مجلة بابل، المجلد 21، العدد 1، العراق، 2013.
- 45- شعون شعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الطبعة الثانية، الجزائر، 1999.
- 46- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 47- سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- 48- سحنون محمد، "إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة"، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، المجلد ب، العدد 31 جوان 2009.
- 49- رشيد حفصي وآخرون، "تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم-دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016"، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 09، العدد 03، الجزء 2، 2019.
- 50- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008.

- 51- نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2007.
- 52- محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، الطبعة 01، دار واقل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- 53- ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2003.
- 54- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإئتمانية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة البركة، إدارة التطوير والبحث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الطبعة الأولى، 1995.
- 55- عيساوي سهام، مرغاد لخضر، "استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية"، مجلة أبحاث قياسية وإدارية، المجلد 08، العدد 15، بسكرة، الجزائر، 2014.
- 56- طارق عبد العالي حماد، "المشتقات المالية - مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.
- 57- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 58- مصطفى يوفى كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار رسلان، دمشق، سوريا، 2009.
- 59- المشتقات المالية، نشرة توعوية لمعهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، ديسمبر، الكويت، 2009.
- 60- دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
- 61- عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003.
- 62- محمد شكري الجميل العدوي، "بورصة الأوراق المالية"، دار الوفاء، الإسكندرية، مصر، 2014.
- 63- منير ابراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 64- عصام حسين، "الأوراق المالية في البورصة"، أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2008.
- 65- الحسيني فلاح، الدوري مؤيد، "إدارة البنوك"، دار واقل، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2000.
- 66- موسى بن كمال، "المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، المجلد 03، العدد 03، 2005.
- 67- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 68- أسامة عزمي سلام، "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامد، عمان، الأردن، 2009.
- 69- سيد سالم عرفة، "إدارة المخاطر الاستثمارية"، دار الراية، عمان، الأردن، 2009.
- 70- بلعزوز بن علي، نعاس مريم نجاة، "التنوع الاستثماري كآلية لإدارة مخاطر محفظة الأوراق المالية باستخدام خوارزميات النمل- حالة البورصات العربية"، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، المجلد 12، العدد 24، الجزائر، 2015.
- 71- عدنان عبد الفتاح صوفي وآخرون، "إمكانية الاستفادة من التنوع الاستثماري في سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية"، مجلة الاقتصاد والإدارة، المجلد 2، جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، 1989.

72- خطاب سامي، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، بيعة الأوراق المالية، أبو ظبي، الإمارات، 2007.

73- محمد محسن، حسن ليلي، "بناء محفظة استثمارية مثلى"، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 27، العراق، 2010.

74- الحناوي محمد صالح، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة 2، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1997.

75- شعوبي فاطمة الزهراء، "أثر سياسة التنوع الاستثماري على خصائص المحفظة المالية، دراسة قياسية لحالة بعض البورصات العربية"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر، 2020.

المراجع باللغة الأجنبية:

76- Guy Caudamine, Jean Montier, « Banque et marché financier », Edition Economica, Paris, 1998.

77- B.Jaquilat et B.Solnik, « Marchés financier et gestion de portefeuille », Dunod Edition, Paris, 1993.

78- Meir Statman, "How many stocks make a diversified portfolio", journal of financial and quantitative analysis, vol22, no03, 1987.

79- Bertrand Jaquillat, Burno Solnik, « Les marchés financiers et la gestion de portefeuille », 2ème édition, Dunod, Paris, France, 1976.

80- Hamon Jaques, « Bourse et gestion de portefeuille », 2ème édition, Economica, Paris, 2005.

81- Jack glen, International comparison of stock trading practices, World Bank, Working papers, February, 1995.