



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة - سعيدة -

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر

في العلوم الاقتصادية - تخصص بنوك مالية و تسيير المخاطر

بعنوان:

# كفاءة الأسواق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة قياسية -

تحت إشراف:

الأستاذ الدكتور بن امر بن حاسين

إعداد الطالبتين:

طالبي رابحة

طالبي حنان

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا.

مشرفا.

ممتحنا.

ممتحنا.

الأستاذ :

الأستاذ :

الأستاذ :

الأستاذ :

السنة الجامعية : 2015/2014

# شكر و عرفان

لا يسعني ، و أن أقدم هذا المجهود ، إلا و أن أشكر الله على  
نعمته التي أنعمت علي و على الوالدين الكريمين و أشكره وحده  
على توفيقه لي ، و أن أعمل صالحا يرضاه. الحمد لله و الشكر لله ، الحمد لله  
الذي وفقني في هذا العمل ، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه.  
أتقدم بالشكر و التقدير و بامتناني إلى الأستاذ المشرف الدكتور بن عمر بن حاسين.  
والذي لم يبخل علي بنصائحه و إرشاداته.  
كما أقدم جزيل الشكر إلى الأستاذ نعمة عبد الرحمان باعتباره مساعدا لي.  
ولا يفوتني أن أقدم الشكر إلى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ،  
وإلى الإداريين بكلية العلوم الاقتصادية وكذا عمال المكتبة على تعاونهم.  
وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء  
من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر إلى جدي عربي ، سبتي سيد أحمد ، بوزيدي نصيرة على تعاونهم معي  
كما أشكر أيضا كل من مدنا بيد المساعدة من بعيد أو قريب في إنجاز هذه الدراسة.

## طالبي رابحة

# شكر و عرفان

ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي و أن أعمل صالح ترضاه الحمد لله  
والشكر لله، الحمد لله الذي وفقني، لهذا العمل فما كان لشيء  
أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه.

أتقدم بالشكر إلى أستاذي المفروض الدكتور بن عمر بن حاسين أولاً على قبوله الإحتراف على  
مذكرتي و الثقة التي منحنا إياها، كما أشكره على كل الوقت الذي أتاحه لنا سواء لإبداء النصح  
أو التوجيه أو التصحيح

إن واجب الإحتراف بالفضل و الجميل يقتضي أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان إلى  
أستاذي على ممر ثلاث سنوات الدكتور نجدة عبد الرحمان على توجيهاته و ملاحظاته، على  
وقته الثمين و على المعلومات و المراجع التي قدمها لنا ولم يبخل علينا بالمساعدة و الدعم و  
التسهيلا التي قدمها لنا

كما يسرني أن أتقدم بالشكر إلى الأستاذ لحول عبد القادر على المعلومات و المراجع التي  
قدمها لنا. و الوالدين الكريمين على دعمهم و مساعدتهم كما أتوجه بالشكر على كل من ساهم  
في إنجاز هذا العمل ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة  
لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة و مناقشة هذا العمل.

طالبي حنان



# الإهداء

أحمد الله و أشكره على جزيل نعمته ووافر عطائه وله الشكر على توفيقه و إحسانه  
وخيراته وأفضاله حمدا وشكرا يبلغنا رضاه أما بعد فأهدي ثمرة جهدي المتواضع هذا  
إلى من قال فيهما عز من قائل: " وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا " وقارن

طاعته بطاعتهما

إلى القلب الحنون وإلى ملاكي في الحياة .. إلى بسمه الحياة وسر الوجود التي تعبته  
وسهرت لأصل إلى قمة النجاح وعمرست في روح العمل والأخلاق أمي أطل الله في عمرها.  
إلى تاج رأسي و فخري وعوني في هذه الحياة من أخذ بيدي حتى وصلت إلى  
خايتي وأمدني بالدعم والهمة وكان مناه نجاحي وفرحتي أبي حفظه الله.

إلى جميع إخوتي وأفراد عائلتي الكريمة،

و بالخصوص الأخ الصغير المدلل منصور مبخار نور الإسلام .

إلى أختي الحنون حنان التي رافقتني في مشواري الجامعي

و إلى كل الأصدقاء: عيسوي إيمان ، حكيم ، إسلام ،

وبالخصوص إلى الخالدة خولة ، جدي عربي ، ستي سيد أحمد

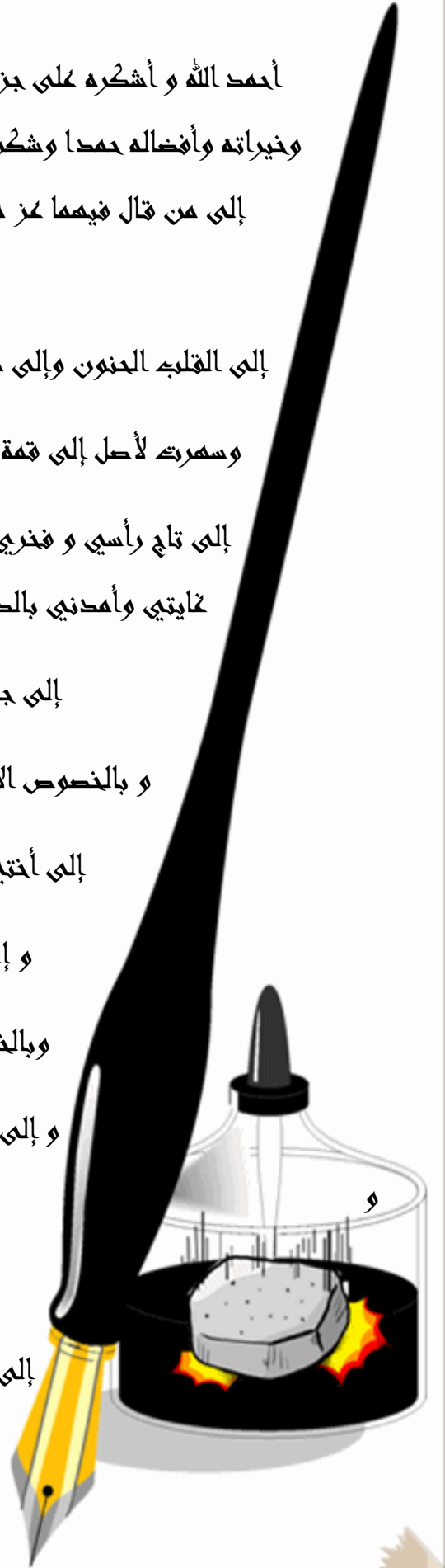
و إلى عبو فتية، شارفه اكرام ، بوزيدي بشري .

و إلى بوزيدي عبد القادر أطل الله في عمره

وبالخصوص إلى محمد الطاهر حفظه الله

إلى كل دفعة السنة الثانية ماستر 2015 بالخصوص تخصص بنوك مالية

و تسيير المناظر .  
رائحة



# الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع إلى من قال فيهما الله عز وجل وبالوالدين إحسانا  
إلى من أحمل اسمه بكل فخر واعتزاز إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله إلى من وفر لي متطلبات

النجاح والتفوق ووجهني إلى طريق الخير أبي الغالي أطال الله في عمره .

إلى أغلى ما في الوجود رمز العطف والحنان إلى من حملتني وهنأ علي وهنئني بحنانها

أمي ثم أمي ثم أمي القلب البنون التي تعبت و سهرت لأصل إلى قمة النجاح أدامك الله لنا

إلى أعباء قلبي و أشقاء روحي إخوتي و اخواتي فتية ,محمد ,جمال الدين ,

أدامهم الله لي مدى حياتي

وإلى أختي رابعة التي قاسمتني غناء إهداد هذه المذكرة ورافقتني طيلة مشواري الجامعي .

إلى حبيب قلبي و ابني المذلل كتكوت العائلة منصور مختار نور الإسلام حفظه الله

إلى فتية , خولة , شريفة ,

إلى كل أصدقائي و رفقاء الدرب : عيسوي إيمان , قبنوس حكيم , غفاري إسلام , كريم

وبالخصوص صديقتي الدكتورة شواحي صورية , فاطمة فضيل , ياسين بورحلة

إلى كل دفعة السنة الثانية ماستر 2015 بالخصوص تخصص بنوك مالية و تسيير المخاطر.

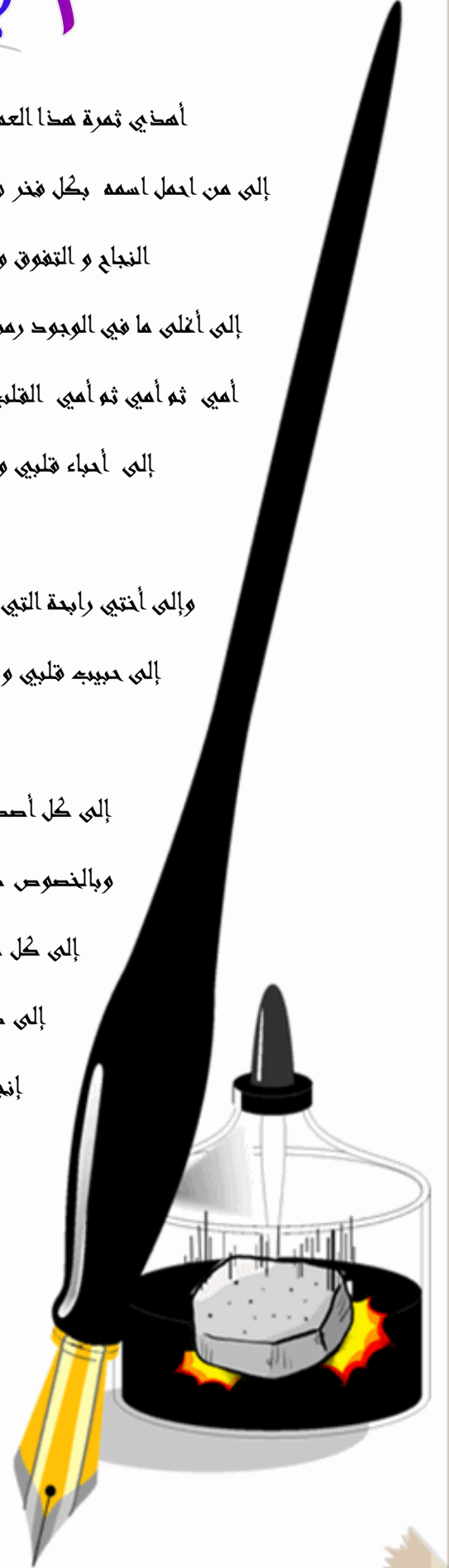
إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد في تقديم المساعدة ولو بكلمة طيبة مشبعة في

إنجاز هذا البحث بالخصوص الأخ جدي العربي

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم مذكرتي ولم يكتبهم قلبي

إلى كل من علمني حرفا كل أساتذتي من الابتدائي إلى الجامعة

حضان



# المخلص

## المخلص :

الهدف من هذه الدراسة هو تسليط الضوء على أدبيات العلمية لكفاءة الأسواق المالية و توضيح دورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات ، باعتبار الأسواق الأوراق المالية المحرك الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي دولة ، و من الضروري بناء تلك الأسواق على أساس متين من الكفاءة لتحقيق الفعالية المطلوبة لدى المستثمرين الذين يرغبون في تخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة لهم ، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من المعلومات لتقييم كفاءة الأسواق المالية ، ليتم بعد ذلك تقييم كفاءة سوق المال للبورصة السعودية باستعمال اختبارات الجذور الأحادية و اختبارات التكامل المتزامن من أجل دراسة العلاقة بين أسعار الأسهم على المدى الطويل.

**الكلمات المفتاحية :** الاستثمار المالي ، السوق المالية ، كفاءة أسواق رأس المال ، . اختبار الجذور الأحادية و التكامل المشترك

## **: ABSTRACT**

The aim of this study is to highlight the scientific literature of the efficiency of financial markets and clarify its role in the development and allocation of investments as the stock markets the main engine for the movement of economic activity for any state and it is necessary to build those markets on a solid foundation of efficiency to achieve the effectiveness required of investors who want to customize efficient financial resources available to them which requires a degree of information to evaluate the efficiency of financial markets to be then assess the efficiency of the capital market the Saudi bourse using unilateral roots tests and simultaneous in order to study the relationship between stock prices in the long run integration tests.

### **Key words:**

financial investment- the financial market- the efficiency of capital markets-Testing single common roots and integration.

### **Résumé**

Le but de cette étude est de mettre en évidence la littérature scientifique de l'efficacité des marchés financiers et de clarifier son rôle dans le développement et la répartition des investissements que le stock commercialise le principal moteur pour le mouvement de l'activité économique pour un état et il est nécessaire de construire ces marchés

## المخلص

sur une base solide de l'efficacité pour atteindre l'efficacité requise des investisseurs qui veulent personnaliser les ressources financières efficaces à leur disposition ce qui nécessite un degré d'information pour évaluer l'efficacité des marchés financiers d'évaluer ensuite être l'efficacité du marché des capitaux la bourse Arabie utilisant racines unilatérales tests et simultanée afin d'étudier la relation entre les prix d'achat d'actions dans les tests d'intégration à long run.

### **Mots clés:**

investissement financier- le marché financier- l'efficacité des marchés de capitaux- Test racines communes simples et intégration

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	الإهداء
	كلمة شكر
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
أ-هـ	المقدمة
01	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للاستثمار المالي و القرارات التمويلية</b>
03	<b>المبحث الأول : ماهية الاستثمارات المالية</b>
03	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي و فوائده
05	المطلب الثاني: خصائص و أهداف الاستثمار المالي
07	المطلب الثالث: مبادئ و مراحل الاستثمار المالي
10	<b>المبحث الثاني : المعالم الأساسية لاتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية</b>
10	المطلب الأول : مقومات القرار الاستثماري و أنواعه
15	المطلب الثاني: أسس و استراتيجيات القرار الاستثماري المالي
20	المطلب الثالث: قرار التمويل و أشكاله
22	<b>المبحث الثالث: تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل العلاقة التلازمية: العائد و المخاطرة.</b>
23	المطلب الأول: مفهوم العائد على الاستثمار و طرق قياسه
25	المطلب الثاني: مفهوم و أصناف المخاطر الاستثمارية
29	المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر الاستثمارية وآليات التقليل منها
42	<b>الفصل الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية.</b>
44	<b>المبحث الأول: الإطار العام للأسواق المالية.</b>
44	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية و أهميتها
47	المطلب الثاني : خصائص و عوامل نجاح السوق المالية
48	المطلب الثالث: وظائف و مكونات السوق المالية



60	المبحث الثاني : الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية .
60	المطلب الأول: أدوات الملكية
65	المطلب الثاني: أدوات المديونية
71	المطلب الثالث: المشتقات المالية
81	المبحث الثالث :آليات تنظيم و سير سوق الأوراق المالية .
81	المطلب الأول: الوسطاء و المتعاملون بالسوق المالية
86	المطلب الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية
88	المطلب الثالث: أوامر سوق الأوراق المالية
92	<b>الفصل الثالث :كفاءة أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بتنمية الاستثمارات</b>
94	المبحث الأول : فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية .
94	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها
98	المطلب الثاني: خصائص و مقومات كفاءة الأسواق المالية
101	المطلب الثالث: مستويات كفاءة الأسواق المالية
104	المبحث الثاني: كفاءة السوق المالي و نظام المعلومات المالية .
104	المطلب الأول: مفهوم و ركائز الكفاءة المعلوماتية
106	المطلب الثاني: دور و أثر عدم تماثل المعلومات المالية
108	المطلب الثالث: النظرية المالية و تخفيض عدم تماثل المعلومات
109	المبحث الثالث: دور كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستثمارات .
109	المطلب الأول: تأثيرات أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
110	المطلب الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية و تخصيص الموارد
111	المطلب الثالث: تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على الكفاءة الاقتصادية
115	<b>الفصل الرابع :اختبار كفاءة البورصة السعودية وتكاملها- دراسة قياسية-</b>
117	المبحث الأول : تحليل أداء البورصة السعودية .
117	المطلب الأول: تاريخ نشأة بورصة السعودية
118	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للبورصة السعودية
120	المطلب الثالث : أهداف البورصة السعودية
121	المبحث الثاني : دراسة الخصائص الإحصائية واختبارات استقرار السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم البورصة السعودية

## فهرس المحتويات

122	المطلب الأول: دراسة الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم البورصة السعودية
123	المطلب الثاني: تقدم اختبارات الاستقرارية و السكون للسلاسل الزمنية
127	المطلب الثالث: دراسة استقرار السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم البورصة السعودية
128	المبحث الثالث : اختبار تكامل الأسهم البورصة السعودية.
128	المطلب الأول: دراسة علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم السعودية
129	المطلب الثاني: اختبار وجود علاقة سببية بين أسعار الأسهم السعودية
131	المطلب الثالث: تحليل اختبار تكامل الأسهم البورصة السعودية
136	الخاتمة.
139	قائمة المراجع.
146	الملاحق

## مقدمة

إن للأسواق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية, وذلك من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات التي تعاني من عجز في تمويل عملياتها الاستثمارية, وبالتالي فهي فرص استثمارية ممتازة وعامل هام في جذب رؤوس الأموال الأجنبية, والمحلية. وتعتبر الأسواق المالية أهم آلية لجلب الموارد المالية وتمويل المشاريع الاستثمارية لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة .

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

وباعتبار البورصة أحد أهم المجالات الاستثمار التي تتيح لكبار و صغار المستثمرين تحقيق الأرباح . فان ذلك يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها, وتعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها .

ومن بين الأساسيات التي يعتمد عليها المستثمرين في السوق المالي وهي عنصر جاذب لرؤوس الأموال, مدى الكفاءة التي تتمتع بها السوق و كذا حجم الأصول المتداولة و أنواعها. حتى تتصف السوق بالكفاءة عالية نتيجة توفر أنظمة القوية و الفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة و السوق نفسه و هذا ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة . وذلك بغرض استثمار الأموال بكفاءة بما يكفل زيادة ثروة المستثمر .

إن تعدد مزايا الأسواق المالية لا يعني أن كل الأسواق المالية في مختلف الاقتصاديات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة, فَمَا تؤديه السوق المالية على درجة كبيرة من الكفاءة و التنظيم لا يمكن مقارنته بما تؤديه الأسواق المالية الناشئة . و ذلك باعتبار الأسواق المالية هي الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي والتي تمثل أداة فعالة في تمويل الاستثمارات و المشاريع الاستثمارية. وتؤدي هذه الأسواق دور جد مهم, في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية و التي تبحث عن مجالات الاستثمار فوائضاها, وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جديدة .

## اشكالية الدراسة :

أدت جهود الإصلاح الاقتصادي في أغلب الدول إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في مسيرة التنمية الاقتصادية , و ذلك لما تقوم به من دور هام في جذب المدخرات و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد .

هذا من شأنه أن تجعل الأسواق المالية تعمل بوظيفة التخصيص الكفء للموارد المالية و لتحقيق هذا الدور ينبغي على الأسواق المالية توفير شرط أساسي ألا و هو الكفاءة من خلال تحسين آلية تخصيص و تنشيط الاستثمارات

و بناء على المعطيات السابقة يمكن صياغة الإشكالية التي يعالجها هذا البحث على النحو التالي :

ما مدى فعالية وكفاءة أسواق الأوراق المالية في تنمية و تخصيص الاستثمارات ؟

- و حتى يتيسر لنا الإلمام بجوانب الموضوع ارتأينا وضع الأسئلة الفرعية التالية:

1 - كيف يتم الاستثمار في الأوراق المالية؟

2 - فيما تتمثل أهمية سوق الأوراق المالية وما هو دورها في النشاط الاقتصادي؟

3 - هل يعتبر السوق المالي السعودي كفءا عند المستوى الضعيف ؟

**فرضيات البحث :**

للإجابة على التساؤلات سيتم من خلال هذه الدراسة اختبار الفرضيات التالية:

1 يعد الاستثمار في الأوراق المالية مجالا مفتوحا لكل أشخاص طبيعيين و معنويين . وفقا للإجراءات القانونية.

2 تعتبر الأسواق المالية المحرك الرئيسي و الأساسي للتنمية الاقتصادية باعتبارها مكان التقاء عارضين و طالبين للأموال لحل مشاكل التمويل لدى المؤسسات.

3 يعتبر سوق السعودي المالي غير كفاء عند المستوى الضعيف؟

**مبررات اختيار الموضوع:**

بحكم التخصص إن هذا الموضوع يندرج ضمن التخصص : بنوك , مالية وتسيير المخاطر

رغبتنا الكبيرة في التعرف على ما يدور في أسواق الأوراق المالية و الدور الذي تلعبه في تخصيص و تنمية الاستثمارات

نظرا للأهمية التي يكتسبها موضوع كفاءة أسواق الأوراق المالية

الأهمية البالغة لهذا الموضوع بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية

التعرف على العوامل التي تؤدي إلى نجاح و كفاءة هذه الأسواق

الدور الهام الذي يمكن للسوق الأوراق المالية أن تلعبه في تطوير الاستثمارات

أسواق الأوراق المالية حديثة الوجود , تعتبر من المواضيع التي تحتاج إلى دراسة أكثر لمعرفة القصور و الضعف.

## أهداف الدراسة :

أعدت هذه الدراسة لخدمة الأطراف المهتمة بالاستثمار في أسواق الأوراق المالية وكذا تعريف الباحث بالمحيط الاستثماري من خلال معرفة متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية من خلال التعرف على مبادئ و المفاهيم الأساسية المتعلقة بالاستثمار المالي.

## أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل مت التطورات النظرية و التطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية من خلال إقامة أسواق مالية كفؤة

كما تشتمل الدراسة في كون سوق الأوراق المالية يعمل على توفير موارد مالية لتمويل الاقتصاد الوطني و التي تهدف إلى تطوير و تنمية الاستثمارات . كما أن الاستثمار في هذه السوق يعرض المستثمرين إلى مخاطر متعددة مما يستدعي قياسها محاولة الحد منها وبهذا يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية ذا أهمية بالغة خاصة أنها تسمح بالحصول على أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة بالاضافة إلى أنه يوجد لديهم فرصة استثمارية في بورصة الأوراق المالية , ولكن قلة الدراسة في هذا المجال تحول دون ذلك - و بهذا فإن فكرة أسواق الأوراق المالية أثارت الكثير من الجدل و النقاش

## حدود الدراسة:

إن دراسة أي موضوع يتطلب تحديد و تبرير مجال و حدود الدراسة ، وهو المدى الزماني و المكاني.

الحدود الزمنية : هي أسعار الأسهم خلال الفترة 01جانفي 2015 إلى غاية 31مارس 2015.

أما الحدود المكانية :هي بورصة الأسهم السعودية.

## منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

المنهجية المتبعة في الدراسة تتمثل في المنهج الوصفي في الجانب النظري المتعلق بتقديم أساسيات الاستثمار في السوق المالي . ثم يكون منهجا تحليليا في الدراسة التطبيقية لتبيان كفاءة الأسواق المالية في تخصيص الاستثمارات مدعما بدراسة قياسية.

## الدراسات السابقة :

1/ دراسة بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها وهي عبارة هن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر سنة 2006 حيث تدور إشكالية هذه الدراسة حول أوجه القصور في أسواق المالية العربية و المتطلبات الأساسية، لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة .



\* وقد قسم الباحث رسالته إلى بابين حيث تناول في **الباب الأول** الجوانب النظرية و الفنية لأسواق الأوراق المالية , إذ قسمت إلى ثلاثة فصول:

تعرض في **الفصل الأول**: إلى الملامح الأساسية لأسواق الأوراق المالية فقد تطرق إلى كل من ماهية الأسواق المالية وخصائصها ووظائفها وما هي مختلف الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق وما هي أهم الشروط وراء إنشاء أسواق مالية فعالة.

أما في **الفصل الثاني**: فقد تطرق إلى كفاءة و مؤشرات أسواق الأوراق المالية وأثر العولمة عليها فقد تنازل في هذا الفصل فرضيات كفاءة أسواق الأوراق المالية و ما هي مختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية و كذلك تناول العولمة المالية و انعكاساتها على أسواق الأوراق المالية.

أما في **الفصل الثالث**: فلقد حصر دراسته فيه على أسواق الأوراق المالية الأكثر تقدما وأسواق الأوراق المالية الناشئة.

أما في **الباب الثاني**: فقد تناول فيه واقع أسواق المالية العربية وسبل تفعيلها من خلال ثلاثة فصول.

فقد عالج في **الفصل الرابع** واقع الأسواق المالية العربية أما في **الفصل الخامس** فقد عالج وسلط الضوء على أهم العقبات التي تتعرض إليها الأسواق المالية العربية أما في **الفصل السادس** إلى أسس تفعيل أسواق الأوراق المالية العربية وما هي سبل الربط بينها.

**2/ - دراسة لطرش سميرة**: كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم: دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بجامعة منتوري قسنطينة , سنة 2010 حيث كان محتوى إشكالية هذه الدراسة يدور حول توضيح أثر كفاءة سوق رأس المال على القيمة السوقية للسهم .

وقد قسمت الباحثة دراستها إلى خمسة فصول

فلقد تناولت في **الفصل الأول** كفاءة سوق رأس المال أما في **الفصل الثاني** فلقد تطرقت إلى مختلف الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال وما هي أهم الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة سوق رأس المال .

أما في **الفصل الثالث** فقد قامت الباحثة بتسليط الضوء على قيمة الورقة المالية و مختلف المحددات للقيمة السوقية للورقة المالية من عائد و المخاطرة في الاستثمار في هاته الأوراق المالية.

أما في **الفصل الرابع** فقد قامت الباحثة بدراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية من خلال اختبار كفاءة سوق رأس المال بمختلف صيغها .

**3/- دراسة بن اعمر بن حاسين**: فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية وهي عبارة عن رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة أبي بكر بلقايد تلمسان, لسنة 2013 حيث كان محتوى إشكالية هذه الأطروحة يدور حول هل تعتبر الأسواق المالية في الدول النامية فعالة وما هي متطلبات تفعيلها

وقد قسم الباحث دراسته إلى ثلاثة فصول:

فلقد تطرق في **الفصل الأول** إلى دراسة نظرية للسوق المالية متناول فيه ماهية الأسواق المالية ومختلف الأدوات المالية المتعامل بها في هاته السوق و كذلك تناول ما هي طبيعة العمليات الموجودة في سوق الأوراق المالية.

أما في **الفصل الثاني** فلقد سلط الضوء على كفاءة سوق الأوراق المالية بمختلف صيغها المختلفة ومقوماتها .

أما في **الفصل الثالث** فلقد قام بدراسة قياسية من خلال تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية فلقد تحدث كذلك عن أساسيات بناء سوق الأوراق المالية وما هي أهم معوقات نموها في الدول النامية.

## هيكل البحث :

من أجل الإطاحة بكل جوانب دراستنا هذه بعنوان كفاءة الأسواق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات. ارتأينا تقسيمها إلى أربعة فصول , ثلاثة فصول منها تخص الجانب النظري

حيث يتطرق الفصل الأول إلى أساسيات الاستثمار المالي بتقدم المفاهيم الأولية للاستثمار المالي من خلال تقديم أساسيات اتخاذ القرار الاستثماري و التمويل و كذا عرض لمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية .

أما الفصل الثاني يتمحور حول الجوانب النظرية و الفنية للأسواق المالية مبرزا طبيعة عمل سوق الأوراق المالية واستعراض أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية .

كما يتعلق الفصل الثالث بكفاءة سوق الأوراق المالية مبرزا مفاهيم وصيغ و دور المعلومات في كفاءة سوق الأوراق المالية بالاضافة إلى الدور الاقتصادي الذي تلعبه كفاءة هذه الأسواق في تخصيص الاستثمارات

أما الفصل الرابع خاص بالجانب التطبيقي دراسة قياسية لبورصة السعودية سيتم الاعتماد على النماذج القياسية و اختبار فرضية الصبغة الضعيفة للكفاءة من خلال الاعتماد على برنامج eviews8.

### تمهيد :

لقد ارتبط مفهوم الاستثمار المالي بإنشاء شركات ذات المساهمة العامة ,وتطورها و توسع نشاطها و نمو عددها ,فلقد احتل الاستثمار بالأوراق المالية حيزا كبيرا من اهتمامات الاقتصاديين بغرض مواكبة التطورات الخاصة بحقل الاستثمار المالي. مما يجعل المستثمر على درجة عالية من الدقة فإن هذا الأخير ينبغي أن يكون على دراية واسعة وشاملة على جميع أنواع القرارات الاستثمارية و التمويلية التي يتخذها . و يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية كغيره من الاستثمارات ذو وجهان ,وجه يمثل العوائد التي يحققها و الوجه الآخر يمثل المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر المالي .

لذا من المفيد تسليط الضوء على المفاهيم الأساسية للاستثمار بالأوراق المالية في هذا الفصل من خلال إبراز كل من :

ماهية الاستثمارات المالية .

المعالم الأساسية لاتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية.

عائد و مخاطر المتوقعة جراء الاستثمار المالي.

### المبحث الأول : ماهية الاستثمارات المالية

يعد الاستثمار أحد أهم مفردات العملية الاقتصادية فهو إرجاء الاستهلاك إلى فترة مستقبلية ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس الاكتناز إذ لا يمكن تحقيق الاستثمار دون الادخار الذي يتحقق من خلال مجموعة من الأدوات المتخصصة في ذلك .

### المطلب الأول : مفهوم الاستثمار المالي و فوائده

#### الفرع الأول : تعريف الاستثمار المالي

#### أولا : يعرف الاستثمار بصفة عامة على انه

- الطلب على أموال الإنتاج , أو أنه الفرق بين الدخل المتاح (أو القابل للتصرف) و الطلب على أموال الاستهلاك.<sup>1</sup>
- يمكن أن يعرف على أنه استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من ورائها عائدا في المستقبل.<sup>2</sup>
- الاستثمار يقوم على توجيه الأصول المملوكة أو المقترضة بغرض تحقيق إيرادات كافية تغطي هذه الأصول و تكاليفها و تحقق عائدا إيجابيا إضافيا .<sup>3</sup>
- الاستثمار هو تلك الأموال المخصصة لإنتاج الآلات و المعدات و المباني و كذلك الأموال المخصصة لزيادة المخزون.<sup>4</sup>

#### ثانيا : مفهوم الاستثمار المالي

- <sup>5</sup> يمكن تعريفه على انه مدى استعداد المستثمر لتحمل درجة معقولة من المخاطرة أملا في الحصول على عائد معقول.

<sup>1</sup> - هوشيمار معروف كاكا مولا، الاستثمارات والأسواق المالية ، دار الصفاء النشر للتوزيع ،عمان ، الأردن الطبعة الأولى، 2003 ، ص 16 .

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها مدخل التحليل الأساسي و الفني، الدار الجامعية، مصر ، الإسكندرية بدون طبعة 2005، ص9.

<sup>3</sup> - هوشيمار معروف كاكا مولا، نفس المرجع، ص17

<sup>4</sup> - محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن الطبعة الثانية، 1999 ، ص9

<sup>5</sup> - محمد مطر ، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان 2003، ص29.

و يعرف أيضا :حصول امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) لأدوات الملكية (أسهم بأنواعها) أو أدوات المديونية (سندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة.<sup>1</sup>

الاستثمار المالي هو عبارة عن: حقوق تنشأ على المعاملات المالية بين الناس, ويمكن تمثيل هذه الحقوق بأوراق تسمى الأصول المالية فالأصول المادية عبارة عن وثائق أو سندات ترهن على حق حاملها بمطالبة الجهة التي أصدرتها بقيمتها و عوائدها.<sup>2</sup> و بالتالي فهو يعبر عن الاستثمارات المتعلقة بالأسهم و السندات و اذونات الخزينة و الأدوات التجارية و القبولات المصرفية ، و الودائع القابلة للتداول و الخيارات...<sup>3</sup>

و بهذا يمكن القول عن الاستثمار المالي بأنه :

امتلاك المستثمر لحصوله من الأوراق المالية بهدف توظيفها في شكل أصول مالية بغرض الحصول على عائد في ظل مخاطرة معينة و الغرض منها الربط بين المدخرات المالية و الاستثمار و يتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر توليفة من أدوات الاستثمار.

#### ✓ مزايا و عيوب الاستثمار المالي :

أ-: مزايا الاستثمار المالي بالأصول المالية.

- وجود أسواق منظمة غاية التنظيم للتعامل

- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأوراق الاستثمار الأخرى.

- التجانس بين وحدات الأصول المالية, مما يسهل عملية تقويمها و بيعها و احتساب معدلات العائد لكل منها.

- وجود وسطاء ماليين متخصصين يقدمون خدماتهم للمستثمرين العادين, مما يجعل المستثمرين قادرين على الحصول على خدمات استثمارية دون أن يكونوا خبراء في الموضوع.

ب-: عيوب الاستثمار في الأصول المالية : فتلخص في:

<sup>1</sup> - ارشد فؤاد التميمي - أسامة عزمي, الاستثمار بالأوراق المالية , دار المسيرة للنشر و التوزيع, عمان , الطبعة الأولى , 2004, ص20

<sup>2</sup> - زياد رمضان, مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي , دار وائل للنشر, عمان, الطبعة الثالثة, 2005, ص14

<sup>3</sup> - هوشيار معروف كاكا مولا, مرجع سابق, ص32



- انخفاض درجة الأمان عما هي في الاستثمارات الحقيقية , مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها أو الأسهم الممتازة مضمونة الأرباح.

- يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة أو طويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني: فوائد الاستثمار المالي** يتضمن الاستثمار المالي جملة من الفوائد يمكن إيجازها كما يلي:

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من كفاءة و التنظيم فبجانب السوق الأولية لها توجد سوق ثانوية كما قد توجد أحيانا سوق ثالثة و رابعة

- بجانب الأسواق المحلية توجد أسواق مالية دولية توفر للأوراق المالية مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها

- تكون تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى.<sup>2</sup>

- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس و هذا ما يسهل من عملية تقييمها و احتساب معدل العائد المتوقع

**المطلب الثاني : خصائص و أهداف الاستثمار المالي**

**الفرع الأول : خصائص الاستثمار المالي**

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:<sup>3</sup>

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمارية الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة و رابعة.

وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

<sup>1</sup> - سميرة محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك و تأمينات، جامعة منتوري قسنطينة 2006 ص21

<sup>2</sup> - صورة شواحي، مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة أسهم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة 2009-2013، مذكرة لنيل شهادة الماستر اكايمي في العلوم الاقتصادية، تخصص تأمينات و بنوك- جامعة خميس مليانة 2014 ص7

<sup>3</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 21-22.

- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية.
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس؛ فأسهم شركة معينة أو سنداتهما غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

### الفرع الثاني : أهداف الاستثمار المالي يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك

أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:<sup>1</sup>

- تأمين المستقبل : عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.
- تحقيق أكبر دخل جاري : يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.
- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول : يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد المحصل.
- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم : إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.
- حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

<sup>1</sup> - محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة موجهة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2000، ص 53-54.

6- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة : يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو تخطئتها.

### المطلب الثالث: مبادئ و مراحل الاستثمار المالي

### الفرع الأول : المبادئ التي يقوم عليها الاستثمار المالي

تشير عملية اتخاذ قرارات الاستثمار إلى القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة وكمية الأموال المستثمرة في كل منها و توقيت الاستثمار. ولكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين بدائل الاستثمار المتاحة في ضوء نتائج تحليلها، لا بد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة للاستثمار و المتمثلة في:

1- مبدأ الاختيار: "Choice" : إن المستثمر الرشيد يبحث دائما عن فرص استثمارية متعددة لما له من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب منها بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له كما يفرض هذا المبدأ على المستثمر الذي ليس لديه الخبرة في الاستثمار بأن يستخدم الوسطاء الماليين ممن لديهم مثل هذه الخبرة.

### 2- مبدأ المقارنة : "Comparability"

أي المقاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة للاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري و الأساسي لكل بديل و مقارنة نتائج هذا التحليل لاختيار البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر حسب مبدأ الملائمة.<sup>1</sup>

### 3- مبدأ الموضوعية: "Objectivity"

يشترط هذا المبدأ أن تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ذات موضوعية تجنبا لتحيز القياس، أي إنه لو استخدم عدة مستثمرين مؤشر مالي واحد لتوصلوا على نتيجة واحدة أو متقاربة على الأقل.

### 4 - مبدأ الملائمة : Relevance

يعتبر منحى التفضيل الأساس لتطبيق هذا المبدأ، وشكل هذا المنحى يتحدد بدخل المستثمر، عمره، وظيفته، ومركزه الاجتماعي، يشترط هذا المبدأ تحقيق الملائمة بين الإمكانيات المالية و الثقافية للمستثمر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- زياد رمضان ، مرجع سابق ، ص 29-28.

<sup>2</sup>- ارشد فؤاد التميمي-أسامة عزمي، مرجع سابق ، ص 17-232

5- مبدأ التنوع: "Diversification": أي يقوم المستثمر بتنوع استثماراته بهدف تقليل مخاطر الاستثمار<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : مراحل الاستثمار المالي و طرقه

#### أولاً: مراحل الاستثمار المالي

يمكن تقسيم الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى خمس مراحل:

1- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار في الأوراق المالية.

2- تحديد مستوى الخطر الملائم

3- تقدير العائد و الخطر المتوقع لكل ورقة مالية على حدا.

4- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية.

5 - تقييم ما يتم تحقيقه.

\*فلخطوة الأولى هي الكشف عن الغرض أو الهدف المطلوب تحقيقه, فمثلا في مجال الاستثمار البشري

\*فيما يتعلق بمستوى الخطر المقبول فإن تحديد و تحقيق هدف الاستثمار من أكثر المسائل صعوبة و حساسية حيث يؤثر هذا القرار إلى حد كبير في تشكيل الأصول التي تدخل في محفظة الأوراق المالية, فالمستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطر يتجه إلى تشكيل النسبة العظمى من المحفظة من السندات بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل في غالبيتها من الأسهم و هذا يعني أن المحفظة تتشكل من أكثر نوع من الأوراق المالية كمدخل لتعظيم العائد و تدنيه المخاطر الأمر الذي يتطلب قياس عائد الورقة و عائد المحفظة و المخاطر المترتبة على ذلك بهدف توجيه المستثمر و مساعدته على اتخاذ القرار المناسب.<sup>2</sup>

\*أما الخطوة الثالثة الخاصة بتحليل السهم أو السند حيث يجب دراسة و تحليل كل ورقة مالية وذلك بهدف التعرف على العائد و الخطر الذي تنطوي عليه عملية الاستثمار.ومن ثم اختيار التشكيل الاستثماري المناسب.

<sup>1</sup> - محمد قاسم حصاصنة ، أساسيات الإدارة المالية ، دار الفكر ناشرون وموزعون -عمان- الطبعة الأولى 2011 ص 77

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر الإسكندرية 2003 ص 40

\*تعتبر خصائص الورقة من حيث العائد و المخاطر المدخل للخطوة الرابعة و التي تعني تشكيل المحفظة المثلى في ظل مستوى الخطر المقبول.

\*الخطوة الخامسة وهي تقييم ما تم بمعنى عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على أي من الأهداف التي تحققت و من ثم الوصول إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في مجال التحليل و الدراسة المستقبلية للأوراق المالية و تطوير أساليب تحسين المحفظة.

ثانياً: طرق الاستثمار المالي للاستثمار المالي عدة طرق نذكر منها :

أ- تحديد العائد المطلوب و المستوى المقبول من المخاطر :

ينبغي أن تحدد السياسة الاستثمارية إطار العائد على الاستثمار الذي بإمكان المؤسسة المستثمرة قبوله . فالعائد ينقسم إلى جزأين حيث الأول منه يكفي لتعويض المؤسسة عن التضحية بتلك الأموال التي ستوجه لشراء أوراق مالية و هو ما يطلق عليه بالعائد مقابل الزمن , أما الثاني فيتمثل في العائد الذي يعوض المخاطرة التي تتعرض لها الأموال المستثمرة

● ويعتمد تحديد النسبة المقبولة من المخاطر بالنسبة للمؤسسة المستثمرة على مايلي :

- توافر الخبرات و المهارات المتخصصة في عمليات الاستثمار.

- توفر هامش الأمان المتمثل في نسبة حقوق الملكية إلى أصول ذات المخاطر المرتفعة فالمؤسسة التي لا تحتفظ بهامش أمان كاف تفضل شراء الأوراق المالية منخفضة المخاطر.

- تحديد نطاق التنوع الذي يعتبر أداة شراء فعالة للتغلب على مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- تحديد تاريخ الاستحقاق :

تنص سياسة الاستثمار عادة على أخذ أقصى تاريخ استحقاق للأوراق المالية التي توجه لها موارد المؤسسة , و غالباً ما يتوقف قرار هذه الأخيرة على عوامل معينة في مقدمتها الخبرات المتاحة و الاتجاهات العامة في أسعار الفائدة , فالمؤسسة التي لا تتوفر على خبرات عالية في مجال الاستثمار يصبح من المتوقع توجيه مخصصات محفظة الأوراق المالية إلى استثمارات قصيرة الأجل .

ج - هيكل اتخاذ القرارات :

ينبغي أن تنص سياسة الاستثمار على المستويات الإدارية المسموح لها بشراء الأوراق المالية و الحد الأقصى لقيمة المشتريات أو المبيعات التي يمكن أن يقوم بها كل مستوى.



- و تتبع المؤسسة المستثمرة في الأوراق المالية سياسات عديدة لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات و منها ما يلي:
  - إتباع سياسة التغطية التي تعد من الأساليب التي يستخدمها المستثمر لحماية نفسه من انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات.
  - تحديد مستوى جودة الأوراق المالية حيث تمتلك بعض الدول المتقدمة سوقا نشطة و قوية, مما يمكن المتعاملين من الحصول على معلومات بشأن جودة الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني : المعالم الأساسية لاتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية

يمكن القرار الاستثماري المبني على أسس علمية صحيحة من تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك , ويمكن للمستثمر المقارنة بين العوائد المختلفة للقرارات الاستثمارية و المخاطر المصاحبة لكل منها , وهذا بالاعتماد على المبادئ الإستراتيجية التي على أساسها يتخذ القرار الاستثماري

### المطلب الأول : مقومات القرار الاستثماري و أنواعه

يلجأ المستثمر إلى تقييم المقترحات الاستثمارية و المفاضلة بينها من أجل اتخاذ القرار الملائم و الأنسب لشراء أو عدم شراء الورقة المالية , و تعددت القرارات الاستثمارية تبعا لموقف المستثمر من المخاطرة .

### الفرع الأول : تعريف القرار الاستثماري

يعرف بأنه عملية اختيار من بين مجموعة البدائل

و من المنظور المالي يعرف على انه كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأدوات المالية

إن صنع القرار الاستثماري يعتبر من أصعب مراحل العملية الاستثمارية , و ذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل , حيث أن لكل بديل عوائده و تكاليفه المتوقعين وقد تكون الاختلافات بين بديل و آخر في هذين النوعين من التدفقات المالية الكبيرة جدا , مما ينعكس فيما بعد على كفاءة تخصيص الأصول الاستثمارية , فإذا كان القرار المأخذ يميل لصالح البديل الأضعف فإنه يؤدي إلى ظهور تكاليف فرصيه عالية , و تتأتى هذه التكاليف من جانبين : احدهما ظهور موارد معطلة لا تحقق العوائد

<sup>1</sup> - صورة شواحي , مرجع سابق , ص7

المناسبة و الآخر إهمال المجال الأكثر كفاءة في تخصيص الموارد الاستثمارية و ذلك مقارنة بالمجالات الأخرى. وعليه لابد أن يهتم المستثمر بالأسس الآتية عند اتخاذ القرار الاستثماري:

1- التحليل الاقتصادي لكافة عناصر الرئيسية في العوائد و التكاليف المتوقعتين و ذلك في إطار الربحية المستهدفة مع الاهتمام بكافة التأثيرات المباشرة و الغير المباشرة

2- الاهتمام بكافة الأبعاد الزمنية من خلال :

لاسترداد التكاليف الأولية للاستثمار لربط الحاجة إلى السيولة مع القدرة على تحمل المخاطر خاصة و أن الاستثمار الطويل الأجل يحتاج عادة إلى سيولة أقل غير أن هناك أهدافا هامة قصيرة الأجل مثلا عند تخصيص السيولة يدفع ضرائب عالية متوقعة.

3- احتساب كافة المخاطر الاستثمارية المتوقعة و ذلك من خلال تحليل كمي لهذه المخاطر لمختلف الأساليب الرياضية و الإحصائية و القياسية , علما بأن المستثمر ومهما كان نشاطه لابد و أن يقبل بمبدأ أساس و الذي هو القبول بمخاطر على أن يقابل هذا الهامش عوائد كافية لمواجهة أي أزمة او انتكاسة قد تصيب النشاط الاستثماري.<sup>1</sup>

4- تحديد حجم السيولة الضرورية لمواجهة متطلبات تشغيل النشاط الاستثماري و للإيفاء بالالتزامات المالية المختلفة.

5- تشخيص كفاءة النشاط الاستثماري من حيث: قابليته للتداول السريع

كلفة تداوله

تغيير سعره ما بين تداولين متتاليين

6- حسم إطار الربحية وهدفها و ذلك لتحديد مجال كل نوع من أنواع العوائد النقدية و المالية و المادية و البشرية و المعلوماتية

7- الالتزام بكافة التشريعات والسياسات و الإجراءات و الالتزامات الإدارية و المالية و البيئية... و ذلك تخصيصنا للاستثمار من أي مضاعفات سلبية لحالات عدم الالتزام و خاصة بالنسبة للرسوم و الضرائب و القروض.... مع التمييز بين الأصول و العوائد

• و على أية حال هناك أساليب عديدة لصنع القرار الاستثماري و التي منها :

الأسلوب الأساسي أو المهني

الأسلوب السيكلوجي

<sup>1</sup> - سناجتي عبد الله ، سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات: دراسة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية و محاسبة، جامعة حسنية بن بوعللي شلف، 2008-2009، ص 20

الأسلوب الأكاديمي

إن الأسلوب الأول يساعد على بناء قياسات أساسية و يعمل على وضع قرارات استثمارية سليمة إلا أنه في نفس الوقت يصطدم بمجالات عدم التأكد. أما الأسلوب السيكولوجي فانه ينقاد أحيانا وراء الفزع المالي الذي لا يعكس غالبا واقع السوق المالي و الاقتصاد بل أنه ناتج عن ردود الأفعال السريعة للمضاربين . إن اعتماد على هذا الأسلوب في القرار الاستثماري يجعل سعر السوق أقرب إلى القيمة الطبيعية.

أما الأسلوب الأكاديمي فقد أعطى من خلال التوقعات العقلانية نتائج هامة في بيان أسس تعظيم كفاءة القرار إلا أن المشكلة تكمن في أن الأسواق المالية لا تدار كما يتصورها هذا الأسلوب.<sup>1</sup>

الفرع الثاني: مقومات القرار الاستثماري

قرار الاستثمار المالي كغيره من القرارات الأخرى يحتوي على جملة من المقومات منها مايلي:<sup>2</sup>

1- الاختيار:

الاختيار هو المبدأ الأساسي في القرار , و يختلف بحسب الظروف التي يتم فيها , وقد يتم الاختيار في ظل ظروف استثنائية , كأن تضطر المؤسسة إلى الاعتماد على مصادرها الداخلية في تمويل استثماراتها بحجة انعدام مصادر التمويل الخارجية أو ارتفاع تكلفتها بدرجة معال فيها , وقد يكون الاختيار عادي , ومن تم تتوفر لمدة القرار الفرصة للمفاضلة بين البدائل واختيار أحسنها بحيث ينبغي إدراك نوعية الاختيار في جودته في كلتا الحالتين.

وتجد الإشارة أن درجة الحرية في الاختيار يمكن النظر إليه كسلسلة متكاملة تبدأ من الحرية الكاملة و تنتهي عند الحرية المقيدة بدرجة كاملة , باعتبار أن هذا الاختيار مهما كان حرا فهو مقيد بالعديد من العوامل البيئية و الشخصية التي تحيط بمتخذ القرار مثل خبرته و خلفيته العلمية و مدى استعدادده و تكوينه النفسي.

2- البدائل :

يشير الاختيار إلى إمكانية المفاضلة بين البدائل , ولذلك فان عملية اتخاذ القرار تتضمن عادة خطوة أساسية هي تحديد أقصى عدد من البدائل المتاحة , وقد يكون عدد البدائل مقيد بدرجة كاملة كما قد يكون عدد لا نهائي.

<sup>1</sup> - هوشيمار معروف كاكما مولا ، مرجع سابق ، ص 48 51

<sup>2</sup> - سناجقي عبد الله ، مرجع سابق ، ص 22

3 - الأهداف :

يفترض في أي قرار استثماري أنه ينبع من أهداف معينة تصبو المؤسسة للوصول إليها و لعل الهدف الاستراتيجي المرتبط بهذا الشأن , يتمثل في تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة , ولكن تحقيقه يتطلب وجود ترتيب و تنسيق بين جملة الأهداف الفرعية , فقيمة المؤسسة تحدد وفقا لعدد من السياسات كتلك السياسة المالية التي تهتم بالرشادة في اختيار المشاريع الاستثمارية و سياسات التوزيع مع ضرورة التنسيق بينهم.

4-جودة القرار :

للحكم على جودة القرار المالي , يجب تقييمه من منظور مدى صحته أو ملائمته للمشكلة المعينة و توجد في هذا الصدد طريقتين يتم استخدامهما لتقييم القرار الاستثماري :

الأول يستند على النتائج المترتبة عن عملية اتخاذ القرار , أما الثانية فتتركز على الظروف التي كانت متوافرة لحظة لاتخاذ القرار ويعتبر تقييم القرارات الاستثمارية على ضوء النتائج المترتبة عليها , من أكثر المداخل وضوحا وقبولا من الناحية العلمية , فإذا كانت النتائج مقبولة اعتبر القرار صحيحا أو جيدا .

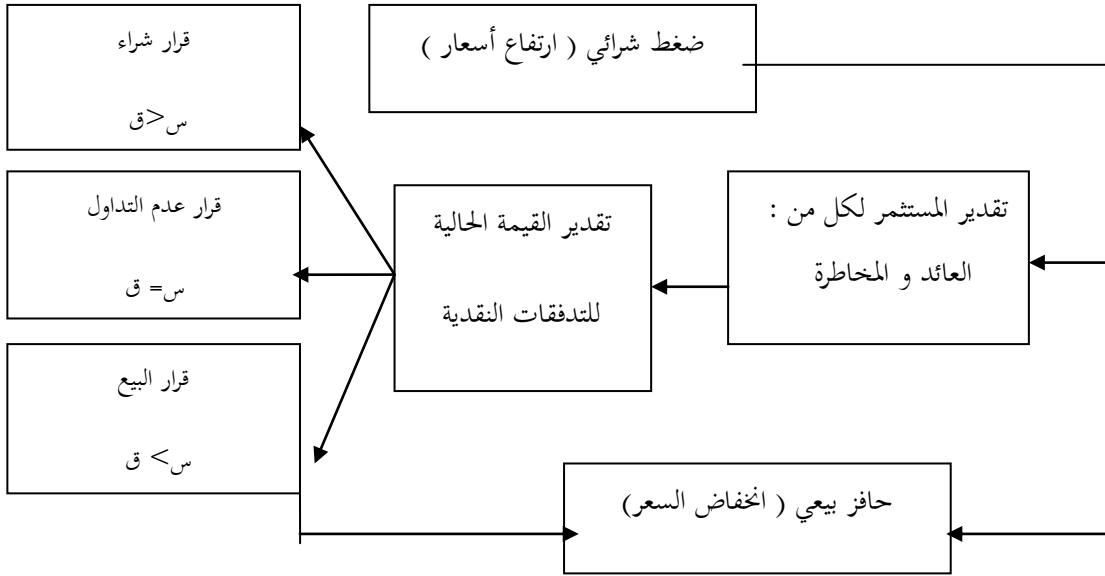
تجدر الإشارة إلى أن كل قرار ينطوي على ركيزتين هما : الجودة و القبول . بحيث يؤثران على فعالية القرار , فقد يكون هذا الأخير ذو درجة عالية من الجودة لكنه غير فعال لعدم قبوله من هؤلاء الذين تتأثر مصالحهم , كما قد يكون القرار جيدا على المدى القصير لكن يفقد جودته على المدى البعيد , لذا فإن الأمر يتطلب تحديد الأهمية النسبية لجودة القرار و مدى قبوله من جهة و التنسيق بينهما بالطريقة التي تؤدي إلى خدمة الهدف العام لمستثمر من جهة أخرى.

الفرع الثالث : أصناف القرار الاستثماري

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ القرار , ويتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة و قيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى.

ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع كما هو موضح في الشكل التالي :

الشكل رقم ( 1-1): أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، فايز تيم ، ادارة المحافظ الاستثمارية دار وائل للنشر و التوزيع الطبعة الأولى 2005 ص 19

وفقا للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحدا أو ثلاثة قرارات حسب ظروفه و ظروف السوق

1-قرار الشراء : يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد و المخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) و ذلك كما يراها المستثمر أي ( ق > س ) . مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا.

يترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر و القيمة.

2-قرار عدم التداول : يترتب على الحالة السابقة و الناتجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (س) مع القيمة (ق) . وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء , وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع . فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول حيث ( س = ق ) . لان المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال



لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية , كما تنتفي لديه أيضا ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.<sup>1</sup>

3-قرار البيع : بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد و في نطاق نموذج الخصاص بالقرار. أي مستثمر يرى بأن (س) في تلك اللحظة مازال أقل من (ق) مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن (ق) وهكذا يرتفع السعر عن القيمة ( ق < س ) مولدا بالتالي حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع.

ذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى و هكذا تدور الدورة.

### المطلب الثاني : أسس و استراتيجيات القرار الاستثماري المالي

#### الفرع الأول : أسس اتخاذ القرار الاستثماري

حتى يتخذ قرار الاستثمار لشكل عقلائي و بعيدا عن الارتجال فانه لابد من مراعاة الأسس الموضوعية التالية:

-العائد المتوقع : بداية لابد من القرار بأن المستثمر الرشيد هو الشخص الذي يسعى باستمرار إلى تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة (الاستثمار الكفء) , لأن الهدف من تضحيته باستهلاكه الحالي هو تطلعه للحصول على استهلاك أكبر في المستقبل و ليس فقدانه أو الحرمان منه إلى الأبد , ولمساهمته في التمييز بين كم من الاستثمارات المتاحة أمامه , لابد من الاعتماد على بعض المفاهيم الحاكمة لقرار الاستثمار و القابلة للقياس أو التقييم لاتخاذها أساسا للحكم و اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه .

و من أهم هذه المفاهيم ما يطلق عليه بالزيادة المحتملة في الاستهلاك المستقبلي أو بمعنى آخر العائد المتوقع على الاستثمار و الذي يتم التوصل إليه إذا كان الاستثمار قائما من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي , أما إذا كان الاستثمار جديدا فانه سوف يتم احتساب العائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل الضرب عائد على كل حالة متوقعة باحتمال حصولها على أرض الواقع في المستقبل.

<sup>1</sup> - محمد مطر - فايز تيم ، إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل للنشر و التوزيع الطبعة الأولى 2005 ص 19

-المخاطرة المحتملة : في المقام الثاني تأتي المخاطرة المحتملة و التي هي عبارة عن التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة المحسوبة و يمكن أن يعبر عنها كمياً بجذر التباين أو بالانحراف المعياري للعوائد الفعلية أو المتوقعة .

وتنقسم هذه المخاطرة إلى مخاطرة منتظمة لا يمكن تجنبها و تنجم عن انعكاس تقلبات النشاط الاقتصادي في الدولة على كافة الاستثمارات المتاحة في السوق و التي يمكن إجمالها بحالات الكساد و التضخم و تغيير القوانين ذات العلاقة و التي تقاس بالعلاقة التالية :

$$ب_1 = \text{تغ} (ع س * ع ق) / \text{تب} (ع ق)$$

حيث أن : ب<sub>1</sub> المخاطرة المنتظمة للسهم س      تغ : التغير بين السهم و السوق

ع س : عائد السهم      ع ق : عائد السوق      تب : التباين

\* أما المخاطر الغير المنتظمة يمكن تجنبها عن انعكاس الإجراءات الداخلية الغير المرغوبة ( حالات الفساد المالي و الإداري ) في الشركة المصدرة للأسهم, على الأسعار المتداولة في السوق و هذه المخاطرة هي التي ينبغي على المستثمر تلافيها أو تجنبها بالحذر و التيقظ , ولا يحق له أن يطالب مقابلها تعويض فالقانون لا يحمي المغفلين.

\* أما المخاطرة المنتظمة التي سبق و أن أشرنا إليها فهي التي ينبغي على المستثمر أن يطالب مقابلها على تعويض أو بدل . لذلك فإن العلاقة بين العائد المتوقع و المخاطرة هي علاقة قوية و لا بد أن تكون طردية.

- العائد المطلوب : يعرف بمعدل العائد الخالي من الخطر و بدل المخاطرة و الذي هو عبارة عن المعدل المؤكد الحصول عليه أي أنه لا يحتمل أي درجة من درجات عدم التحقق , و بدل المخاطرة و الذي هو عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمناً للمخاطرة المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا أو ذلك الاستثمار.

و بصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية في الاستهلاك الحالي و بذلك يكون العائد المطلوب هو عبارة عن حاصل جمع العائد الخالي من الخطر و بدل المخاطر المنتظمة.

أما المخاطر الغير المنتظمة تعتبر من مسؤولية المستثمر هو الذي سوف يتحملها و لذلك لأنه لا ينبغي له أن يطالب بتعويض عن الخطر كان بإمكانه أن يتجنبه.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية و العلمية، دار وائل للنشر و التوزيع الطبعة الأولى 2008 ص 39

و للتوصل للعائد المطلوب و هو العائد الذي يرغب و يسعى المستثمر للحصول عليه و هو المعيار المرجعي الذي على أساسه يتم قبول هذا الاستثمار من عدمه , و ذلك بالمقارنة مع معدل العائد المتوقع الذي سبق و أن تم احتسابه.

وفي مجال الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لا بد من الإشارة إلى أن هناك الكثير من النماذج التي ظهرت في الفكر المالي المعاصر. للمساعدة في عملية المفاضلة بين الاستثمارات المختلفة و التي من أشهرها نموذج تسعير و الذي يتحدد فيه معدل العائد المطلوب الأصول الرأسمالية على الورقة المالية و التي تقيس مدى حساسية عوائد الورقة المالية للتقلبات في عوائد المحفظة السوقية و كالاتي :

$$ع ط = ع خ + (ع س - ع خ) بيتا$$

ع ط : معدل العائد المطلوب

ع خ : معدل العائد الخالي من الخطر

ع س : معدل العائد المتوقع على المحفظة السوق

بيتا : المخاطر المنتظمة

و نموذج السعر التوازني : و المعروف اختصارا ب (Apt) و الذي يتحدد فيه معدل العائد المطلوب على الورقة

المالية بحاصل جمع معدل العائد الخالي من الخطر مع معدلات المخاطر المتعددة للعوامل الرئيسية.

و ذلك وفقا لحساسية عوائد الورقة المالية للتقلب في عوائد كل عامل من هذه العوامل كالاتي :

$$ع ط = ع خ + ب م ع 1 + ب م ع 2 + ب م ع 3 + ب م ع ن$$

ع ط : معدل العائد المطلوب

ع خ : معدل العائد الخالي من الخطر

ب م ع 1: بدل مخاطرة العامل الأول

ب م ع 2: بدل مخاطرة العامل الثاني

ب م ع 3: بدل مخاطرة العامل الثالث

ب م ع ن: بدل المخاطرة العامل الأخير

و بدل مخاطر العوامل جميعها يمثل بدل المخاطرة الذي يطلبه المستثمر بالاطافة إلى معدل العائد الخالي من الخطر مقابل إقدامه على الاستثمار أمواله في لأصل أو ورقة معينة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : استراتيجيات القرار الاستثماري

الإستراتيجية الملائمة للاستثمار :تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية. وتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى تفضيله الاستثماري investor preference curve و الذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الأساسية الثلاثة التالية:

أ-الربحية

ب-السيولة

ج-الأمان

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة .

بينما يعبر عن ميله تجاه العنصرين الآخرين ( السيولة و الربحية ) بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه و على هذا الأساس فإن المنحنى التفضيلي لمستثمر ما.<sup>2</sup>

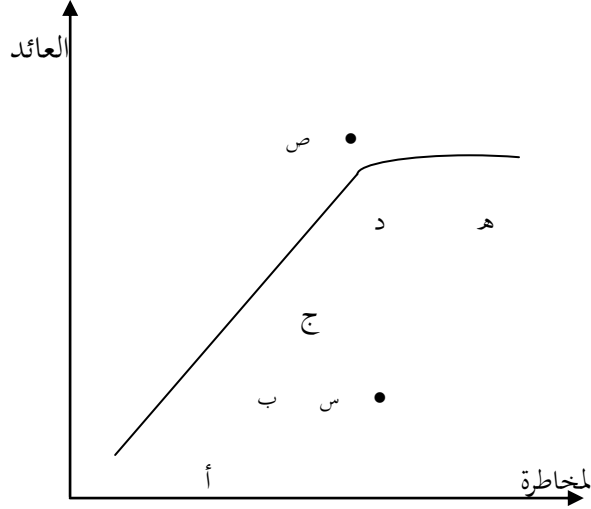
" هو ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة trade off بين العائد الذي يتوقعه من جهة , و المخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى "

وذلك كما يتضح في الشكل التالي:

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشواور ، مرجع سابق ، ص 40-41

<sup>2</sup> - محمد مطر - فايز تيم ، مرجع سابق ، ص 19

الشكل رقم ( 1-2 ) : منحى التفضيل الاستثماري.



المصدر : محمد مطر فايز تيم مرجع سابق ص 19

فكما يتضح في الشكل أعلاه تعتبر الأدوات الاستثمارية ( أ ب ج د هـ ) مقبولة من المستثمر لأنها تقع على منحناه التفضيلي. أما بالنسبة للأداتين س ص فالأولى منهما غير مقبولة كونها تحقق للمستثمر عائدا أقل مما تحققه (د) مع أنها ستحملة نفس المستوى من المخاطرة. أما الثانية و هي (ص) فهي و إن كانت ستحقق له عائدا أعلى من (ب) و بنفس المستوى من المخاطرة إلا أنها غير متاحة لذلك المستثمر.

### ✓ وضعيات المستثمر

وحسب منحنيات تفضيلهم الاستثمارية التي سبقت الإشارة إليها ينقسم المستثمرين بشكل عام في ثلاثة أنماط:

المستثمر المتحفظ: وهو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عدا و بالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا تجاه عنصر المخاطرة. و غالبا ما نجد النمط في كبار السن و ذي الدخل المحدود.

المستثمر المضارب: و هذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه. و لذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار. ويمكن وجود هذه الفئة من المضاربين بين صغار السن أو بين الممولين الكبار ممن يتصرفون بمحافظ استثمارية كبيرة.

المستثمر المتوازن: وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصري العائد و المخاطرة بقدر متوازن, و كذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد, و تدني درجة المخاطرة و يندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.

المطلب الثالث : قرار التمويل و أشكاله

الفرع الأول : تعريف التمويل

يمكن تعريف التمويل على أنه مجموعة العمليات التي من خلالها تكون المؤسسة قادرة على تلبية كل احتياجاتها ، من رؤوس الأموال سواء تعلق الأمر بالتخصيص البدائي من الأموال و الزيادات اللاحقة بعمود القروض بصفة عامة أو بالهياكل المالية أو المساهمات الممنوحة ( إصدار أسهم و الاكتتاب فيها ) .

يعرف قرار التمويل على انه عملية تخصيص لكل الموارد المالية المتاحة و التي يمكن توفيرها من مصادر مختلفة بالصورة التي تحقق أكبر عائد ممكن .

كما يعرف أيضا : تلك العملية المصاحبة لقرار الاستثمار .

الفرع الثاني: أشكال قرار التمويل

ينقسم قرار التمويل إلى قرارات مرتبطة بسياسات التوزيع و قرارات مرتبطة بالتمويل طويل الأجل .

1- سياسات التوزيع : تشير سياسات التوزيع إلى القرار الذي تتخذه المؤسسة المستثمرة بشأن التصرف في أرباحها . أي بين توزيعاتها و بين احتجازها لغرض إعادة استثمارها .

و عادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة و التي على ضوءها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها

و قد أثار المعيار الذي تتخذ على أساسه المؤسسة قرارها بتوزيع الأرباح من عدمه جدل كبير بين المنظرين الماليين . سنة 1961 نظرية الملائمة Modigliani & Miller بحيث في ظل عدم التأكد التام قدم ميلر و مودلياني التوزيعات , حيث أراد أن يثبتا من خلال عدم وجود أي تأثير لسياسة التوزيعات على القيمة السوقية و من ثم على أسهمها . بل إن هذه القيمة تتأثر بشكل أو بآخر بقرارات الاستثمار , أما فكر مايرون قوردون فيقوم على مبدأ سياسات التوزيع لا يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة , إلا في الحالة التي يكون فيها معدل العائد المتوقع على استثمار المؤسسة يختلف عن المعدل الذي يطلبه المستثمرون .

أما في حالة عدم التأكد , فإن المستثمر يستطيع أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه حيث إذا كان فائض في التوزيع فإنه يمكن للمستثمر استعماله في شراء أسهم جديدة لنفس المؤسسة إما إذا كانت هناك حاجة للأموال , فيمكن بيع جزء من الأسهم بقدر تلك الحاجة , وبما أن إجراء التوزيعات يزيل من حالة عدم التأكد بدرجة لا يمكن إزالتها عن طريق ارتفاع القيمة السوقية

للسهم فإنه يصبح في صالح المؤسسة أن تقوم بتوزيع أكبر حجم ممكن من الأرباح، الذي يخفض من معدل العائد المطلوب لدى حملة الأسهم، و من ثم تنخفض تكلفة الأموال وتتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بالإيجاب .

وعليه فإن إجراء التوزيعات تعتبر واحدة من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة في إعلام السوق عن حالتها، فرفع حجم التوزيعات تعتبر إشارة عن اهتمام بانخفاض التطلعات المستقبلية بشأن تطور مرد ودية المؤسسة، وهو ما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم السوقي .

2- قرار التمويل طويل الأجل: تعتبر عملية تمويل الاستثمارات من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، والتي تكون لها تأثير على سياستها المالية وعلى نموها وتطورها في المستقبل .

وللوقوف على الخصائص التي تتميز بها قرارات التمويل طويلة الأجل قد يكون من المفيد الاستناد إلى أسلوب المقارنة بينها وبين القرارات التمويلية قصيرة الأجل وذلك كما يلي:

القرارات التمويلية طويلة الأجل تتخذ بشكل متقطع أو مشتت في حين أن القرارات التمويلية قصيرة تتخذ دوريا ، و يشير الواقع العلمي إلى أن المسير المالي يستغل أغلب وقته في تحليل القرارات التمويلية قصيرة الأجل .

-القرارات التمويلية قصيرة الأجل يمكن تصحيحها وتعديلها بصفة عادية ، أما تلك الطويلة الأجل فتحدد المسار المستقبلي للمؤسسة ، كما أن تعديلها صعب نوعا ما .

-يعتمد في تحليل القرارات التمويلية طويلة الأجل على طرائق مرتكز على استحداث التدفقات النقدية ، فحين أن القرارات قصيرة الأجل لا تعتمد على هذه الطرائق ..

-القرارات التمويلية طويلة الأجل تمس الحسابات طويلة الأجل وحقوق المساهمين ، إما القرارات المالية قصيرة الأجل ، فإنها تقتصر على الديون قصيرة الأجل فقط.<sup>1</sup>

-ومن خلال ما سبق تبرز أهمية قرار التمويل طويل الأجل ، لأنه مرتبط بقرار الاستثمار هذا الأخير له أفق زمني كبير ، لهذا فإن تأثيره على مستقبل المؤسسة ونموها قد يعود بالإيجاب أو السلب على قيمة أسهم المؤسسة ومن ثم على قيمته ككل

### ✓ العوامل المحددة لقرار التمويل:

إن قرار التمويل يتحدد يتفاعل عدة عوامل نذكر منها :

<sup>1</sup> - سناجقي عبد الله، مرجع سابق، ص20

**1- السيطرة :** إن أصحاب المشروع يسعون دوماً إلى الحفاظ على درجة السيطرة على المنشأة ، لذلك نجدهم يتخلون عن استخدام أموال الملكية و يستخدمون أموال الاقتراض بدلا عنها ، لأن أموال الملكية ستؤدي إلى إضافة مالكين جدد وبالتالي سيطرة جديدة.<sup>1</sup>

**2 - المخاطر :** يقصد بها الضرر الذي قد يلحق بالمؤسسة نتيجة عدم الوفاء بالتزاماتها وهذا بطبيعة الحال سيؤدي إلى وقوع المؤسسة في مشاكل مصرفية يجب الإسراع في الخروج منها .

**3 - توفر الأموال المرغوب فيها في الأسواق :** يعتبر هذا العامل محدد لقرار التمويل باعتبار أصحاب المشروع يرغبون في الحصول على الأموال من مصادر معينة كأموال الإقراض قصيرة الأجل من المصارف ونظرا لضخامة المبلغ المطلوب فإن المصرف لا توجد لديه الأموال الكافية لتغطية القرض المطلوب لسبب أو لآخر بالإضافة إلى أن المال المرغوب فيه يمكن أن يكون بزيادة حصص المالكين بشرائهم لأسهم جديدة، إلا أن المالكين يعزفون عن شراء هذه الأسهم ، وبالتالي تكون الشركة المضطربة إلى اللجوء إلى مصدر خاطئ و يكون ذلك خارج عن نطاق إرادتها و خاضع لحركات الاقتصاد و السوق المالي.

**4 - الملائمة :** يقصد بها التوافق بين أنواع المال حسب أجلها و استخدامات هذه الأموال لذلك يجب أن تستخدم الأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات الموسمية و الأموال طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل مثل شراء الأصول الثابتة .

**5- التوقيت :** و هو العامل المحدد لاتخاذ القرار التمويلي و يقصد به مراعاة الظروف الاقتصادية السائدة في البلاد من ركود و انتعاش فإذا كان البلد يمر بمرحلة نهاية الركود و يتجه لمرحلة الانتعاش فإنه من الأفضل أن يتم التمويل بأموال الإقراض ، وذلك لأن أسعار الفائدة تكون متدنية و تستطيع المنشأة تسديد الفوائد ، أما إذا كان البلد بنهاية فترة الإصدار و يتجه نحو الركود فإنه من المستحسن للمنشأة أن تستخدم أموال الملكية (إصدار أسهم جديدة ) لتمويل حاجياتها ، وذلك لأن الأسهم ، لا ترتب على المنشأة أي التزامات ثابتة<sup>2</sup>

### **المبحث الثالث: تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل العلاقة التلازمية: العائد و المخاطرة**

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموماً إلى أنواع من المخاطر تتباين درجاتها و قوتها وفقاً لنوع الاستثمار و زمنه لذا تعتبر المخاطرة من أهم الصفات المؤثرة في السوق المالي ، فإن القدرة على فهم و قياس و إدارة خطر الاستثمار أمر جوهري من أجل الاستثمار الفعال في السوق المالي ،

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز ، تمويل وإصلاح خلال الهياكل المالية ، ص 106 .

<sup>2</sup> - زياد سيلم رمضان ، مرجع سابق ، ص 170-172 .



المطلب الأول : مفهوم العائد على الاستثمار و طرق قياسه

الفرع الأول : تعريف العائد

يعرف العائد بأنه قدرة الوحدة النقدية في المشروع على توليد أرباح صافية للمستثمرين, إذ يهدف ذلك القياس في تحديد كفاءة

الإدارة , و يتم استخراجها عن طريق المعادلة التالية : العائد على الاستثمار  $\frac{\text{الصافي الربح}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}}$  <sup>1</sup>

كما يمثل العائد المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت

الحاضر . <sup>2</sup>

كما يعرف أيضا على انه: التعويض النقدي يتلقاه المستثمر مقابل توظيف أمواله في شكل من الأشكال الاستثمار المتاحة, ويعتبر العائد المهدف الأسمى لأي مستثمر , سواء كان فرد شركة صندوقا استثماريا . وإذا كان العائد معروفا مسبقا بالنسبة لبعض الأنواع من الاستثمار مثل السندات , فهو فير معروف مسبقا بالنسبة للبعض الأخر مثل الأسهم . <sup>3</sup>

✓ أشكال العوائد المالية : تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها:

- 1- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كسهم.
- 2- الفوائد : إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة , كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.
- 3 - الأرباح الرأسمالية : وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية , فالفرق بين سعر الشراء و سعر البيع يمثل ربح.

✓ أنواع العوائد المالية:

- 1- العوائد الفعلية: أي التي حققها فعلا المستثمر بين شرائه و بيعه للأوراق المالية وقد تكون عوائد إرادية ورأسمالية أو مزيجا بينهما.

<sup>1</sup> - يوسف خروبي, تقدير العائد و المخاطرة للإستثمارات بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية :دراسة حالة مسقط سلطنة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2006-

2009, مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص مالية الأسواق, جامعة قاصدي مراح ورقلة, 2011-2012, ص50

<sup>2</sup> - فلاح حسن الحسيني - مؤيد عبد رحمان الدوري, إدارة البنوك( مدخل كمي واستراتيجي معاصر), دار وائل للنشر, الأردن, 2000, ص177

<sup>3</sup> - سارة عبيدي, أساليب قياس اداء حافظه الأوراق المالية دراسة حالة بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011, مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي, في علوم

التسيير تخصص مالية المؤسسة, جامعة قاصدي مراح ورقلة, 2012, ص28

2 - العوائد المتوقعة : صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد , لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطار التوزيع الاحتمالي , أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله .

3 العوائد المطلوبة أو المرغوب فيها : وعادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر الذي سيتعرض له.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : طرق قياس العائد تحدد أهم معايير قياس العوائد على النحو التالي:

العائد على الاستثمار: حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول وهو الذي يمثل مجموع المبلغ المستثمر من تحقيق أرباح بعد الضريبة حيث يحسب هذا المقياس على النحو التالي:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضريبة}}{\text{المبلغ المستثمر (مجموع الأصول)}}$$

العائد على حقوق الملكية: حيث يدلنا هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة , حيث أن حقوق الملكية تمثل رأس المال المدفوع و المكون من أسهم عادية و أسهم ممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات.

المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري و الاحتياطي الاختياري و احتياطات أخرى بالإضافة إلى الأرباح المدورة حيث يحسب مقياس معدل العائد على حقوق الملكية وذلك على النحو التالي :

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية}}$$

عائد فترة الاحتفاظ: يعتبر هذا المقياس من أفضل المقاييس التي تهم المستثمر وبخاصة المستثمر الذي لديه محفظة مالية حيث يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم او للمستثمر خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية ومن الممكن أن تكون فترة الاحتفاظ سنة أو أكثر من سنة أو أقل من سنة .

فإذا كانت فترة الاحتفاظ سنة واحدة يحسب معدل العائد بفترة الاحتفاظ على النحو الآتي:<sup>2</sup>

$$\text{عوائد فترة الاحتفاظ} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة} + (\text{سعر بيع السهم} - \text{سعر شراء السهم})}{\text{سعر شراء السهم}}$$

أما إذا كانت فترة الاحتفاظ لمدة أكثر من سنة أي لعدد من السنوات فإن معدل العائد لفترة الاحتفاظ يحسب على النحو الآتي:

$$\text{معدل العائد لفترة الاحتفاظ} = \left( \frac{\text{س} - 2\text{س} + 1}{\text{أ}} \right)^{\frac{1}{\text{س}}} - 1$$

<sup>1</sup> - بوزيد سارة, إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك Bnp paribas مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص إدارة مالية, جامعة منتوري قسنطينة, 2007, ص30

<sup>2</sup> - غازي فلاح المومني, إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة, دار المناهج للنشر و التوزيع, بدون طبعة, عمان, الأردن, 2009, ص73

حيث أن: س<sup>2</sup>=سعر بيع السهم س<sup>1</sup>=سعر شراء السهم

ن=عدد السنوات التي تم احتفاظ السهم بها أ=الأرباح السنوية الموزعة

### المطلب الثاني : مفهوم و أصناف المخاطر الاستثمارية

#### الفرع الأول : تعريف المخاطرة

تعني المخاطرة في الاستثمار درجة عدم التأكد أي درجة عدم انتظام العوائد و الخوف من وقوع خسائر من الاستثمار.<sup>1</sup> كما تعرف بأنها احتمالية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة، فإذا كانت هناك احتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطر عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمالية منخفضة فان درجة المخاطر ستكون منخفضة أيضا<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني : أصناف المخاطر الاستثمارية: تصنف المخاطر إلى مخاطر منتظمة و مخاطر غير منتظمة.

1 - المخاطر المنتظمة: هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الاستثمار وتؤثر على السوق ككل ولذلك تسمى أحيانا بمخاطر السوق، إن هذه المخاطر تؤثر على السوق بشكل عام و التي لا يمكن التقليل أو التخلص منها من خلال التنوع ترتبط بأحداث تؤثر بشكل منتظم وعلى معظم الشركات مثل مخاطر الحروب، التضخم، الركود الاقتصادي، ارتفاع أسعار الفائدة، الزلازل، حيث أنها تؤثر على السوق بشكل عام و ليست مختصة بصناعة معينة أو شركة معينة.<sup>3</sup>

#### 1-1- أنواع المخاطر المنتظمة: تنقسم المخاطر المنتظمة إلى:

- مخاطر معدلات الفائدة: مخاطر ناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدلات الفائدة السوقية<sup>4</sup>، العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و أسعار الفائدة عكسية.<sup>5</sup>

- مخاطر التضخم (القوة الشرائية): وهي المخاطر التي تنتج عن الارتفاع في المستوى العام للأسعار، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض قيمة النقود (انخفاض قيمتها الشرائية)، فعلى المستثمر أن ينتقي الأسهم التي تحميه من التضخم لأن الأسهم ذات الدخل

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 79

<sup>2</sup> - فلاح حسن الحسيني - مؤيد عبد رحمان الدوري، مرجع سابق، ص: 166

<sup>3</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص 106

<sup>4</sup> - وليد صافي - أنس بكري، الأسواق المالية و الدولية، دار البداية ناشرون و موزعون، عمان، الطبعة الأولى، ص 177

<sup>5</sup> - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 188

الثابت و المتناقص هي استثمارات عاجزة عن مقاومة التضخم ,وبالتالي فإن الارتفاع في الأسعار قد يفرق العوائد التي تحققها هذه الأوراق.<sup>1</sup>

- مخاطر السوق: وهي المخاطر التي تنشأ نتيجة الاتجاهات الصعودية و النزولية التي تطرأ أعلى سوق رأس المال نتيجة العديد من الأسباب التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار سواء كانت الأسباب المؤثرة في الدولة نفسها أو في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات وثيقة.<sup>2</sup>

- تغير المناخ: ويقصد به احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محليا أو عالميا.مثل إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية ,أوفاء إحدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي .فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة ,وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها.<sup>3</sup>

- مخاطر سعر الصرف: تنشأ مخاطر سعر الصرف عن وجود مركز مفتوح بالعملة الأجنبية سواء بالنسبة لكل عملة على حدى أو بالنسبة لإجمالي مركز العملات ,تنشأ عن التحركات غير المتوقعة في أسعار الصرف ,يشتمل المركز المفتوح العمليات الفورية والعمليات الآجلة بأشكالها المختلفة والتي تندرج تحت مسمى المشتقات المالية<sup>4</sup> . فهي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولاسيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية.<sup>5</sup>

#### 1-2- خصائص المخاطر المنتظمة : تتميز بمايلي.

-تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام و ليس خاص .

-لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين .

-ترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية و السياسية و الاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة .

<sup>1</sup> - سارة عبدلي , مرجع سابق ,ص30

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط , دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية :دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر, أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية , تخصص نقود ومالية, جامعة الجزائر 2011, 3-2012,ص66

<sup>3</sup> - صلاح الدين شريط , نفس المرجع ,ص68

<sup>4</sup> - راضية كروش , التنوع الدولي كاداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الاوراق المالية :دراسة حالة سوق الكويت والسعودية للاوراق المالية لسنة2010 , مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة , جامعة قاصدي مبراح ورقلة, 2011-2012,ص28

<sup>5</sup> - سيد سالم عرفة, مرجع سابق , ص 188

- لا يمكن تجنبها بالتنوع.<sup>1</sup>

- يمكن قياسها بمعامل بيتا.<sup>2</sup>

2- المخاطر الغير منتظمة: هي مخاطر تتعرض لها استثمارات دون أخرى كدخول منتجات جديدة, الإضرابات العمالية, مخاطر الإدارة و التسيير.... الخ هذا النوع من المخاطر يمكن التخلص منه بالتنوع.<sup>3</sup>

### 1-2 - مصادر المخاطر غير النظامية:

- المخاطر الإدارية: يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار الفعلي و العائد الفعلي, بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات, فهذا النوع من الأخطاء في يتسبب في انخفاض معدل العائد الفعلي.<sup>4</sup>

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف و عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة, كإضرابات العمال, أو خسارة مصنع أو حريق بعض محتوياته دون التأمين عليها, أو بسبب عدم تأمين حراسة كافية, أو عدم التعامل بحكمة مع جمعيات حماية المستهلك, وغير ذلك من الأخطاء.<sup>5</sup>

- مخاطر الصناعة: وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع, ومن الأمثلة على هذه المخاطر, الإضرابات العمالية التي تؤثر على الشركات التي يشتملها الإضراب بالإضافة إلى زبائنها ومموليها وموردي المواد الخام لها.<sup>6</sup>

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

- مخاطر التوقف عن السداد: يتمثل خطر التوقف عن السداد الجزء من المخاطر الذي ينشأ عن التغيير في سلامة المركز المالي للمنشأة, فعند إصدار المؤسسة لأوراق مالية أو تقوم بتنفيذ مقترح استثماري ما يؤدي ذلك إلى التأثير على سلامة المركز المالي

<sup>1</sup> - حسن السلطان, إدارة مخاطر الاستثمار المالي, مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الإقتصاد, تخصص إدارة الاعمال, جامعة دمشق, 2008-2009, ص7

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي, الاستثمار في الأوراق المالية, مؤسسة الوراق, الأردن, 2001,

<sup>3</sup> - حشايشي سليمة, ملتقى علمي دولي حول الازمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية, مداخلة بعنوان التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة

الأزمات المالية - جامعة سطيف 2009 ص 11

<sup>4</sup> - كروش راضية, مرجع سابق, ص27

<sup>5</sup> - صلاح الدين شريط, مرجع سابق, ص68

<sup>6</sup> - نفس مرجع سابق ص 67

للمؤسسة وإذا تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد وهو ما ينعكس في النهاية على أسعار الأوراق المالية، وهنا يمكن القول بان مخاطر التوقف عن السداد لا تعني التوقف الفعلي بل هو احتمال التوقف فقط.<sup>1</sup>

- المخاطر القانونية: ترتبط المخاطر القانونية لمؤسسة ما بالتغيرات التنظيمية وتغير النظام القانوني فيؤدي تغير التشريعات إلى عرقلة النشاط الجاري للمؤسسة وبالتالي التأثير على أدائها.<sup>2</sup>

## 2-2- خصائص لمخاطر الغير منتظمة :

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها، كما تؤثر فقط على المؤسسة المعنية.

- يمكن تجنبها بالتنوع، و مقياسها المطلق الانحراف المعياري والتباين أو معامل الاختلاف.<sup>3</sup>

✓ ومما سبق يوضح الشكل التالي أنواع المخاطر :

### المخاطر الكلية

### الشكل رقم ( 1- 3 ) : أنواع المخاطر

المخاطر الغير المنتظمة	المخاطر المنتظمة
<p>- تنشأ عن عوامل خاصة بشركة ، أو قطاع معين، ويقتصر تأثيرها عليه فقط ،</p> <p>- من بين مصادرها : مخاطر الإدارة، و مخاطر التشغيلية...،</p> <p>- تحدد عن طريق حساب الفرق بين المخاطر الكلية والنظامية،</p> <p>- يتم تدننتها عن طريق التنوع القطاعي</p>	<p>- تنشأ عن عوامل عامة و تؤثر على جميع الأوراق المالية، من بين مصادرها: مخاطر معدلات الفائدة ، مخاطر السوق....</p> <p>- تقاس بمعامل بيتا</p> <p>- يتم تدننتها عن طريق التنوع الدولي</p>

المصدر : غالية مليك - أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية : دراسة تطبيقية على مجموعة الأسواق المالية خلال الفترة 2010-2013، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة ماستر، في العلوم المالية والمحاسبية. تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مبراح ورقلة 2012-2013، ص 9

1 - سارة عبدلي، مرجع سابق، ص 31

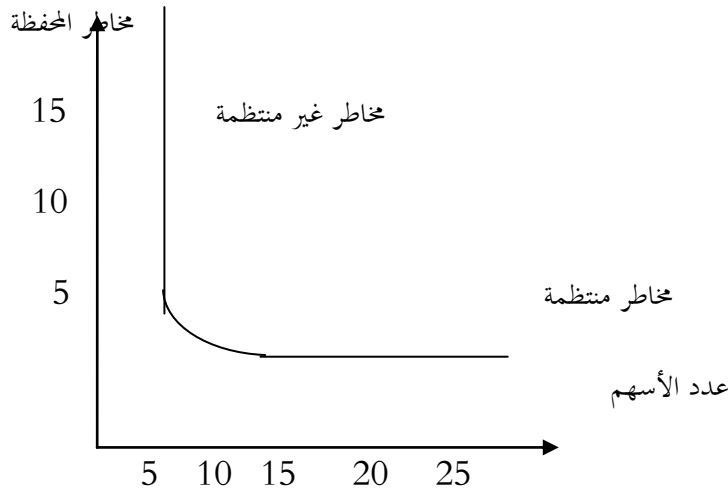
2 - كروش راضية، مرجع سابق، ص 27

3 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 68

✓ المخاطر المنتظمة و الغير المنتظمة و تأثير التنويع على المخاطر :

إن التنويع يؤدي إلى تقليل المخاطر الكلية ،ولكن ماهو عدد الأسهم التي يمكن أن تحويها المحفظة حتى تتمكن من التخلص من المخاطر الغير المنتظمة. لا يوجد رقم محدد يمكن تحديده لعدد الأسهم و لكن يشير معظم الخبراء أن عدد (15) سهما كافيا في حين يشير الآخرون إلى (25) سهم و حتى (50) سهما. من المهم قبل التنويع هو تحديد القطاعات التي سيتم توزيع الاستثمارات عليها و هو ما يعرف بتوزيع الأصول.<sup>1</sup>

الشكل رقم (1-4) : يوضح العلاقة بين المخاطر المنتظمة و المخاطر الغير المنتظمة و تأثير التنويع على المخاطر.



المصدر : محمد قاسم خصاونة ، نفس المرجع، ص 111

من خلال الشكل يلاحظ بأنه مع زيادة عدد الأسهم في المحفظة فإن المخاطر الكلية للمحفظة يتم تخفيضها مع زيادة عدد الأسهم الموجودة في المحفظة حتى تصل إلى مستوى مخاطر =5 فتبقى المخاطر ثابتة و هو المستوى الذي لا نستطيع معه تقليل هذه المخاطر مهما تم زيادة عدد الأسهم في المحفظة . و هذا المستوى هو الذي يسمى بالمخاطر المنتظمة أو مخاطر السوق.

المطلب الثالث: طرق قياس المخاطر الاستثمارية وآليات التقليل منها

الفرع الأول: طرق قياس المخاطر الاستثمارية

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة ، مرجع سابق ، ص 110-111

تعد المخاطر من بين العناصر التي تؤخذ دوما بوصفها متغيرا مهما و حساسا عند اتخاذ القرارات المالية , و إذا عرف المستثمر كيف يقيس المخاطرة بشكل الصحيح فانه يستطيع أن يقيم و يميز بين الأصول المادية ذات المخاطر العالية أو ذات المخاطرة المنخفضة ، و هو ما يعني ضرورة الاهتمام بالطرق و الأساليب التي تقيس المخاطرة. وهي كالتالي :

1- الانحراف المعياري أو التباين : يعرف بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي ، أما التباين فهو مربع الانحراف المعياري <sup>1</sup> . كما يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد <sup>2</sup>

ويعد الانحراف المعياري أحد مقاييس التشتت ، فكلما زاد التشتت زاد الانحراف المعياري . ويتم حسابه وفقا للعلاقة التالية :<sup>3</sup>

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} pi(Ri - E(R))^2}$$

حيث أن Pi: احتمال حدوث العوائد

$\sigma$  = الانحراف المعياري.

$E(R)$  = متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.

N العوائد المحتملة للسهم

$Ri$  = عدد العوائد المحتملة

أما القيمة المتوقعة للعوائد تحسب كما يلي :

$$ER = \sum_{i=1}^{i=n} Pi . Ri$$

فالسهم الذي له انحراف معياري أكبر يكون أكثر مخاطرة و أقل جاذبية ، و تجدر الإشارة بان المعادلة السابقة تستخدم في حالة توافر بيانات مستقبلية متوقعة بمعنى أكبر أنها غير معروفة بدقة ولكن احتمالات حدوثها معروفة ويمكن تقدير احتمال حدوثها ، بناء على تجربة المؤسسة في الماضي و التغيرات التي تتوقع حدوثها في المستقبل أو بناء على تنبؤ متخذي القرار.

<sup>1</sup> - سناجقي عبد الله ، مرجع سابق ، ص 40

<sup>2</sup> - يوسف خروبي ، مرجع سابق ، ص 12

<sup>3</sup> - صورة شواحري ، مرجع سابق ، ص 40



أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية، فإن الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\delta^2} = \sqrt{\sum_{i=1}^{i=n} \left( \frac{Ri - \bar{R}}{N-1} \right)^2}$$

حيث أن  $\bar{R}$  = المتوسط الحسابي للعوائد التاريخية

وعلى الرغم من القوة التفسيرية لنتائج الانحراف المعياري، إلا أنها تبقى غير حاسمة إلى الحد الذي يمكن الاعتماد عليها وحدها في اتخاذ القرار الاستثماري، إذ لا بد أن يأخذ المستثمر بعين الاعتبار نتائج تفسير المقاييس الأخرى و التي من بينها معامل الاختلاف.<sup>1</sup>

2- معامل الاختلاف: يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر (حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة مع أن النسبة المئوية لانحراف العوائد لأحدهما أكبر من الآخر)، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، ويتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة).<sup>2</sup>

وبالتالي يعرف معامل الاختلاف بأنه حاصل قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد، والتي تؤدي إلى مقارنة ذات معنى ويحسب معمل الاختلاف وفقا للمعادلة التالية:

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

معامل الاختلاف CV = حيث أن :

$E(R)$  = يمثل متوسط القيمة المتوقعة للعوائد.<sup>3</sup>

ويفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس المخاطرة في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مظللة، أي في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار البديلة.

ويعتبر معامل الاختلاف مقياسا للتباين النسبي، و الاعتماد عليه يساعد في التغلب على مشكلة المتوسطات الحسابية للعوائد المراد مقارنتها، حيث انه يوحد قاعدة الانطلاق لإجراء المفاضلة بين مجموعة أسهم ذات عوائد مختلفة المتوسطات، فضلا عن هذا إن

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الإستثمارات: دراسة حالة سوق أسهم السعودية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وتخصص إقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006-2007، ص124

<sup>2</sup> - حسن السلطان، مرجع سابق، ص20

<sup>3</sup> - صورة شواحي، مرجع سابق، ص35

معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم المخاطرة في الاستثمارات الفردية , في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطرة بين مجموعات استثمار , حيث كل مجموعة تمثل عدد من الاستثمارات المتنوعة و ينظر لها كوحدة واحدة .

وتطبيق هذه المقياس يتم من خلال اختيار أو تفضيل الأسهم ذات معامل الاختلاف أقل لأن ذلك يعني أقل خطورة.<sup>1</sup>

3- شبه التباين: هناك العديد من مقياس المخاطرة التي تطرقت إليها بعض الدراسات , حيث أعتبر ماركويتز أن التباين في توزيع العوائد لا يعد احد المقاييس الفعالة لذلك , إلا أن التباين قد واجه العديد من الانتقادات , ولتفادي ذلك يتم استخدام ما يسمى شبه التباين الذي يركز على اهتمام المستثمر بتقليل التذبذبات في العوائد , وذلك باعتبار أن الانحرافات التي تكون أعلى من الوسط الحسابي للعوائد هي من الأمور المفضلة لدى المستثمر إلا أن الواقع يشير إلى أن الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي للعوائد هي التي تؤخذ في الحسبان في عملية اتخاذ القرارات .

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

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

حيث أن S.V: شبه التباين

R<sub>i</sub> قيم العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة

K عدد العوائد التي تقل عن القيمة المتوقعة

و القاعدة المطبقة في هذا المقياس هي أنه كلما قل شبه التباين لسهم ما , كلما قلت خطورته أي يتم اختبار الأصل المالي الذي له أقل شبه تباين.<sup>2</sup>

4- معامل التحديد: يعرف معامل التحديد بأنه مربع معامل الارتباط , حيث يعتبر أداة للتعرف على القوة التفسيرية للتغير في القيمة السوقية للسهم (عائد السهم) الذي يحدثه تغير في مستوى الأسعار في السوق .

ويحسب معامل التحديد وفق المعادلة التالية:

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

<sup>1</sup> - سناجحي عبد الله, مرجع سابق, ص33

<sup>2</sup> - أحمد بوراس, الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة, مجلة العلوم الإنسانية, جامعة قسنطينة, عدد11, جوان, 2002, ص190

حيث أن :  $R^2 =$ معامل التحديد

$E(R) =$ قيمة العوائد المتوقعة

$E(R_m) =$ معدل عائد السوق

ويتراوح معامل الارتباط بين +1 و-1, وعليه فإنه كلما اقتربت قيمة معامل الارتباط بين +1 أو -1, كلما كان ذلك دليلاً على أن الارتباط بين عائد السهم هو ارتباط قوي كذلك فإنه عندما يكون معامل الارتباط موجبا, فإن هذا يعني وجود علاقة طردية بين عائد السوق وعائد السهم.<sup>1</sup>

5- معامل بيتا: هو مقياس نسبي لحساسية عائد السهم إلى عائد إجمالي السوق فإذا كانت بيتا للسهم أكثر من الواحد فهذا يعني أن السهم على درجة عالية من التدبدب وله علاقة إيجابية بإجمالي سوق الأسهم وإذا كانت البيتا للسهم أقل من الواحد فهذا يعني أن السهم أكثر ثباتاً عن المتوسط أو ذو علاقة بسيطة بإجمالي السوق إما إذا كانت بيتا أقل من الصفر فإن للسهم علاقة عكسية مقارنة بأداء إجمالي سوق الأسهم.<sup>2</sup>

يعد معامل بيتا من أهم المقاييس المستخدمة في حساب المخاطر النظامية فهو يقيس حساسية الورقة نتيجة التغير في عائد محفظة الأوراق المالية, إذ يصنف هذا المقياس الأوراق المالية إلى أوراق ذات طبيعة هجومية إذا كان معامل بيتا أكبر من الواحد (1) صحيح أي مخاطرها ستكون أقل من مخاطر السوق, ولحساب معامل بيتا يجب توفر معلومات عن معدلات العائد لأسهم شركة معينة أو محفظة معينة لفترات تاريخية سابقة وكذلك معلومات عن معدلات العائد لأسهم السوق عن الفترة نفسها ويقاس معامل بيتا وفق الصيغة الآتية:

$$\text{Beta}_i = \beta_i = \frac{\text{covariance}(r_i - r_m)}{\text{variance } m} = \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

حيث  $\text{covariance}(r_i - r_m)$ : التباين المشترك بين معدل العائد على السهم  $\rho_{im}$  ومعامل العائد على المحفظة  $m$

$\text{variance } m$ : التباين في العوائد على محفظة السوق

$\rho_{im}$ : معامل الارتباط بين السهم و محفظة

<sup>1</sup> - سناحقي عبد الله, مرجع سابق, ص 34-35

<sup>2</sup> - راضية كروش, مرجع سابق, ص 34

$\sigma_i$  الانحراف المعياري للسهم

الانحراف المعياري للمحفظة  $\sigma_m$ <sup>1</sup>

6- معامل التذبذب: يقصد بالتذبذب معدل تغيرات سعر الورقة المالية خلال فترة معينة (شهري ثلاثي) مقارنة بمعدل تغير السوق، بمعنى تقلب سعر ورقة بالنسبة لتطور السوق حيث كلما زادت حركة السعر كلما اعتبرت الورقة المالية أكثر تذبذباً. يمكن تقدير التذبذب بالعلاقة التالية:

التذبذب = أعلى سعر للورقة - أدنى سعر للورقة / أدنى سعر للورقة

كما يمكن حساب التذبذب التاريخي من خلال الانحراف المعياري لمعدلات المردودية الماضية على النحو التالي:

$$\sqrt{E R_i - E(R_i)^2} = \delta p(R) = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_t^i - \bar{R}_i)^2}$$

هو تذبذب الورقة بناء على العينة  $\delta p(R)$  حيث أن :

في الزمن  $R_t^i$  معدل مردودية الورقة  $i$

هو المتوسط الحسابي لمعدلات المردودية  $\bar{R}_i$

$N$  عدد المشاهدات في العينة

يتطلب حساب تذبذب محفظة أوراق مالية مراعاة التفاعلات الموجودة بين الأوراق المشكلة لها، إذ يتعلق تذبذب المحفظة بالتباين المشترك الموجود بين معدلات مردودية الأوراق المالية الداخلة في تركيبها.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: آليات التقليل من المخاطر الاستثمارية

قد يتعرض المستثمرون من جراء الاستثمار في الأوراق المالية على مخاطر عدة التي من شأنها أن تنقص من معدل العائد المتوقع والمرغوب فيه، والتي يمكن تفاديها أو التقليل من حدتها عن فقدت مجموعة من الأساليب لتقليل مخاطر الاستثمار المالي ولعل أهمها كالتالي :

<sup>1</sup> - يوسف خروبي، مرجع سابق، ص 61

<sup>2</sup> - صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012 ص 64

أولاً: التنوع في المحفظة المالية: قبل التطرق للتنوع يستوجب علينا التعرف على المحفظة المالية.

أ-تعريف المحفظة المالية:

المحفظة المالية هي مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة و الاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية و تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال.<sup>1</sup>

وتعرف كذلك على أنها:تشكيلة من الأوزان النسبية لأوراق مالية، بعبارة أخرى هي مجموعة النسب للأوراق المملوكة لمستثمر ما والتي تتساوى في مجملها 100%.<sup>2</sup>

وبالتالي يمكننا القول بان المحفظة المالية ما هي إلا توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية التي يمسكها المستثمر بعرض التقليل من المخاطر و تحقيق أفضل ربح ممكن

أ-1- الهدف من تشكيل المحفظة:

- الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة: إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تستلزم الاستعداد لتقبل المخاطر إلا أن هذا الاستعداد يجب أن يتعد عن المخاطرة برأس المال الأصلي و التي تتحقق عن طريق تنوع الأصول المالية المكونة لها .

- تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطرة: إذ تمثل عوائد وأرباح محفظة الأوراق المالية نسبة هامة من الأرباح الإجمالية للمؤسسة من التوسع و تحقيق النمو و تقليل المخاطر.

- الحفاظ على قدر من السيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي و التعثر لدى الشركات.<sup>3</sup>

- التنوع: يعتبر تنوع الأوراق المالية من أهم الوسائل لتقليل مخاطر المحفظة لهذا يمكن أن نعتبره من أهداف المحفظة

- تحقيق مستوى مقبول من السيولة: تقاس سيولة محفظة الأوراق المالية بمدى قابلية الأصول المالية التي تحتويها للتداول، حيث انه كلما أستطاع مدير المحفظة التخلص من الأوراق المالية بسرعة بيعها في السوق المالي للحصول على أموال سائلة، كلما ذل ذلك على ارتفاع سيولة هذه الأصول وبالتالي سيولة المحفظة.

<sup>1</sup> - بوزيد سارة، مرجع سابق، ص11

<sup>2</sup> Jacque Hamon , bourse et gestoin de portefeuille. 2e édition. economica , paris 2005 ; p151

<sup>3</sup> - كروش راضية، مرجع سابق، ص 10-11

- نمو رأس المال المستثمر: لا يكتفي مدير المحفظة بالحفاظ على رأس المال الأصلي, بل يضع نصب عينه هدف أساسيا وهو تنمية رأس المال لأنه الهدف الذي من أجله تأسست المحفظة المالية.<sup>1</sup>

### أ-3- أنواع المحافظ المالية:

- محفظة الدخل (محفظة العائد): وهي المحفظة التي يهدف المستثمر من خلالها على تحقيق دخل مرتفع مع مستوى مخاطرة مقبول و الدخل المتدفق من الأصول المالية للمحفظة بدوره قد يكون ثابت أو متغير, وبالتالي يتم اختيار الأوراق المالية التي تولد دخلا مستقرا نسبيا.

- محفظة النمو (محفظة الربح): وهي المحفظة التي تسعى للحفاظ على وثائر نمو العوائد, وفي هذا النوع من المحافظ تكون معدلات النمو المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات الاستثمارية (اعتماد الأدوات التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها).

- المحفظة المتوازنة: وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام في مكونات المحفظة, وهو ما يمكن تحقيقه من خلال ربط التوازن القصير الأجل في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع إلى السيولة, و الطويلة الأجل في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد وهذا توافقا دقيقا بين العائد و المخاطرة و بما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط أو المخاطرة.<sup>2</sup>

- المحفظة المختلطة: و هي المحفظة التي تجمع ما بين تحقيق تدفق للدخل مستقر نسبيا والتي توفر مرونة للمستثمر, وما بين نمو العائد المتولد من الاستثمار في المحفظة, لذلك يعمل مسيرو المحافظ أنفسهم في اختيار توليفات من الأوراق المالية.

- المحافظ الدولية: تعتبر من أدوات الاستثمار الحديثة التي أخذت تلاقي اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين, ومن أهم مزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين هي ميزة التنوع التي توفر سمة الأمان النسبي, وذلك لأن المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا, وذلك من ثلاث زوايا و هي:

- تنوع الأصول: وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأصول المالية

- التنوع الجغرافي: لأن رأس مال المحفظة يكون موزعا على أصول المالية في عدة دول.

- تنوع العملات: إذ يسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة, تنوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه الأصول.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سارة عبدلي, مرجع سابق, ص14

<sup>2</sup> راضية كروش, مرجع سابق, ص12

<sup>3</sup> منية خرياش, أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية: دراسة حالة بورصتي عمان و السعودية لفترة 2010, مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في

العلوم المحاسبية و المالية, تخصص مالية المؤسسة, جامعة قاصدي مرباح ورقلة, 2011-2012, ص8

**ب- التنوع:** يقصد به القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير حجم ذلك العائد<sup>1</sup>. كما يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموماً، إذ إنه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فإنه على الأقل يمكن تجزئتها و حصرها في نسبة مقبولة<sup>2</sup>.

**ب-1- الأسس التي يخضع لها التنوع:**

الميزة الأساسية لتكوين المحافظ الاستثمارية هي التنوع، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطرة، ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع أهمها:

- **تنوع جهة الإصدار:** ويقصد بذلك توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة وعدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، و يدخل تحت هذا المبدأ أسلوبان للتنوع: وهما التنوع الساذج (البسيط) و تنوع ماركويتز.

● التنوع الساذج أو البسيط: يستخدم هذا الأسلوب من التنوع الاختيار العشوائي للأوراق المالية لغرض تكوين المحافظ و يهدف هذا المبدأ إلى تقليل المخاطر التي تتعرض لها عوائد المحفظة من خلال زيادة تنوع الاستثمارات التي تحتويها المحفظة<sup>3</sup>.

فهو تنوع عشوائي و بمعنى آخر شراء عدد كبير من الأوراق المالية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم المنشأة العوائد المتوقعة أو الانحرافات المعيارية للعوائد المحتملة<sup>4</sup>.

● تنوع ماركويتز: إذا كان التنوع الساذج يقتضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فغن تنوع ماركويتز يقتضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب و إنما أيضاً على الترابط بين عوائد هذه الأوراق<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> راضية كروش، نفس المرجع، ص 37

<sup>2</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 42

<sup>3</sup> يوسف خروبي، مرجع سابق، ص 81

<sup>4</sup> خالد زهير الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى 2009، ص 192

<sup>5</sup> بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 43

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

• الأسلوب الهجومى: أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات على ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل و إذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة و لن ينتظر حتى حلول استحقاقها، و العكس صحيح.<sup>1</sup>

• تدرج تواريخ الاستحقاق: حسب هذه الإستراتيجية فإن المستثمر يقوم بتوزيع استثماراته داخل المحفظة بالتساوي على أوراق مالية بتواريخ استحقاق متتالية.

توزيع الاستثمارات بين الأوراق المالية قصيرة الأجل و طويلة الأجل: و يقوم هذا المبدأ على توزيع الاستثمارات بالتساوي على الأوراق المالية قصيرة الأجل و الأوراق المالية طويلة الأجل، يعود السبب في ذلك إلى أن الأوراق المالية

• قصيرة الأجل توفر السيولة، في حين الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد كما تحقق له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية.<sup>2</sup>

### ثانياً: التقليل من المخاطر باستخدام المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية تعتمد قيمتها على قيم متغيرات أخرى أصلية، وفي السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية متزايدة نظراً للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر والحد منها

و من نماذجها مايلي :

• إدارة المخاطر باستخدام حقوق الاختيار :

تمثل حقوق الاختيار أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، والتي من أهمها على وجه الخصوص، تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزمع شراؤها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر ومنها ما يهدف إلى زيادة العائد

<sup>1</sup> - صورية شواحي، مرجع سابق، ص 43

<sup>2</sup> - مفتاح صالح - معارف فريدة، مداخلة بعنوان إدارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية،الملتقى الدولي الثالث حول إستراتيجية إدارة المخاطر الواقع و الآفاق، جامعة الشلف، 2008، ص5



● إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبلية:

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركز أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، ويتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية؛ فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما وله مركز في السوق الحاضر ويخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه أخذ مركز عكسي في سوق العقود، وذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاماً عليه أخذ مركز عكسي في سوق العقود بشراء عقد على ذات الأصل، وفي ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في أحد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر وللتمييز بين ما يسمى بالتحوط الكامل وغير الكامل، فالتغطية الكاملة تتطلب توفر ثلاثة شروط إذا غاب أحدها تحولت إلى تغطية غير كاملة وهي:

- تاريخ التسليم: يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.

- حجم العقد: لكي تتحقق التغطية الكاملة لا بد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.

- الأصل محل التعاقد: ينبغي أن يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للأصل الذي أخذ عليه المستثمر مركزاً في السوق الحاضر.<sup>1</sup>

● إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة :

تعد عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر، ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة وتعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداماً، والهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل وذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، ويحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة لأوراق مالية سبق وأن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، ويتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة إلى الأولى، وذلك دون المساس بالتزام أي منهما الأصلي على الورقة المالية، والدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن الزاوية التي نظر منها الآخر، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقاً لظروفها و توقعاتها أن من مصلحتها استبدال معدل الفائدة الثابت عن القرض بمعدل فائدة متغير، رأت المؤسسة الثانية العكس، وبأن مصلحتها وطبقاً

<sup>1</sup> - حسن السلطان، مرجع سابق، ص 27-28

لظروفها وتوقعاتها تقتضي استبدال معدل الفائدة المتغير بمعدل فائدة ثابت، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند إنجاز عقد المبادلة. فالمؤسسة الأولى تستطيع تجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، وعلى وجه الخصوص عندما ترتفع أسعار الفائدة عن معدل العائد الذي تحققه استثماراتها، حيث تستطيع أن تحصل على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة.<sup>1</sup>

### ثالثاً: إستراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية

و تتمثل هذه الاستراتيجيات في مايلي

- السياسة الهجومية: تهدف هذه السياسة إلى الكسب السريع للأرباح مع تحمل مخاطر عالية، و تشمل محتويات المحفظة الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية و لكن هذه الأسهم تحمل مخاطرة عالية بسبب تأثيرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيق في قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، و يفضل تطبيق هذا النمط من المحافظ عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج و ازدهار حيث عن الأسهم الخطرة تحقق أرباحاً عالية وذلك لأنها سريعة التأثير بالتغيرات الاقتصادية، فهي تحقق أرباح عالية في حالة الرواج كما تحقق أرباح قليلة أو خسائر في حالة الكساد.<sup>2</sup>
- السياسة الدفاعية: هي سياسة يتبناها مديروا المحافظ الذين يعطوا أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، و المحافظة المناسبة لهذه السياسة هي حافظة الدخل لأنها توفر للمستثمر دخلاً ثابتاً و مستمراً لمدة طويلة من الزمن، كما توفر له هامشاً مرتفعاً من الأمان على رأس مال المستثمر.<sup>3</sup>
- السياسة المتوازنة: تجمع هذه السياسة ما بين السياستين السابقتين، و يتبناها المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهام العادية و الممتازة و السندات طويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقاً لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة و أسعار الفائدة من جهة أخرى.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - حسن السلطان مرجع سابق، ص 31

<sup>2</sup> - راضية كروش، مرجع سابق، ص 32

<sup>3</sup> - صورية شواحي، مرجع سابق، ص 47

<sup>4</sup> - سمير محي الدين، دور صناديق الإستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الاوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل إقتصادي، جامعة الجزائر 2009، 3-2010، ص 120

### خلاصة الفصل

لقد تناول هذا الفصل مبادئ و أسس الاستثمار في الأوراق المالية ، فيعتبر الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية شكلا مهما من أشكال الاستثمار الذي يمتاز بالتمويل طويل الأجل والمستمر للمشاريع الاستثمارية .

و يعد العائد و المخاطرة العنصران الرئيسيان في التقييم ، إذ يتعرض المستثمر إلى نوعين من المخاطر ، النظامية و غير النظامية .

الأولى غير القابلة للسيطرة و لا يمكن إزالتها بالتنوع ، و الثانية يمكن للمستثمر تجنبها بتوزيع استثماراته بين عدد من الأسهم.

تمهيد:

لقد كان ظهور الأسواق المالية كنتيجة للتطور و التقدم العلمي و التكنولوجي في مختلف المجالات الاقتصادية و مثلما تطورت الحياة الاقتصادية تطورت الأسواق المالية و الاستثمارية فباعتماد السوق المالي مكان التقاء و وحدات العجز و الفائض و تجمع عارضي و طالبي رؤوس الأموال على اختلاف أشكالهم و أنواعهم , فإن بالرغم من تعدد أهدافهم و رغباتهم فإنها تجمع من أجل المشاركة في النشاط الاقتصادي لهاته الأسواق و تنوع أدوات السوق المالي من أسهم و سندات و مشتقات فهي بمجملها تهدف إلى تسهيل عمليات التعامل داخلها و الربط بين المتعاملين فيها للوصول في النهاية إلى تحقيق عوائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة.

ومن أجل دراسة هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث :

الإطار العام لسوق الأوراق المالية.

مختلف الأدوات الاستثمارية المتداولة في السوق المالي.

آليات تنظيم و سير سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول : الإطار العام لسوق المالية

يمكن أن نقول عن السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بين وحدات الفائض و العجز فهي تتضمن جميع الوسطاء و المؤسسات المالية المختلفة تتعامل بالأوراق المالية من أسهم و سندات و يشترط توافر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق

المطلب الأول :تعريف السوق المالية و أهميتهاالفرع الأول : تعريف السوق المالية

أعطيت عدة تعاريف لسوق المالية و لعل من أهمها مايلي :

يعرف السوق المالي على انه تلك الآلية الائتمانية التي يمكن خلالها حشد و تجميع وتوجيه و توزيع ادخار الشركات والحكومات و الأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال, الإنتاجية و غير الإنتاجية.<sup>1</sup>

كما: تعرف بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من المدخرين إلى المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية (أسهم ,سندات أو مشتقات)وحصول الطرف الثاني على المدخرات المالية.<sup>2</sup>

تعرف كذلك الأسواق المالية على أنها الآلية التي بموجبها يتم تحويل الأموال من الوحدات الاقتصادية المدخرة إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية.<sup>3</sup>

يعرف السوق المالي أيضا على انه ذلك السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية (الأسهم و السندات)وأدوات مالية جديدة (المشتقات المالية ,عقود الخيارات).<sup>4</sup>

تعرف على أنها عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد و المؤسسات و الأوراق المالية و الإجراءات التي تربط كل من المستثمرين و المدخرين.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - مروان عطون, الأسواق النقدية و المالية, ديوان المطبوعات الجامعية, بن عكنون الجزائر, الطبعة الثانية, 3003, ص16

<sup>2</sup> - صورية شواحي, مرجع سابق, ص.19

<sup>3</sup> - عاطف وليم اندراوس , السياسة المالية و أسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لإقتصاد السوق, مؤسسة شباب الجامعة , الإسكندرية, الطبعة الاولى, 2005, ص3

<sup>4</sup> Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion Financiere**, 13e édition, Dunod, paris, 2004, p :22.

<sup>5</sup> Besley Scott and Brigham Eugene, **Principles of finance**, London, south – western, 2003, p23

من خلال ماسبق من التعريفات يمكن استخلاص عدة حقائق حول الأسواق المالية:<sup>1</sup>

- أن السوق المالي يستمد مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام.

- أن السوق المالي هو الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع و المشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق.

- من الأركان الرئيسة في السوق المالي الوسطاء و صناع السوق وقنوات الاتصال التي تقوم على تسهيل عملية اتصال البائعين بالمشتريين .

### الفرع الثاني: أهمية السوق المالية

تحتل الأسواق المالية بأهمية بالغة سواء كان ذلك على مستوى الاقتصاد أو على مستوى الأفراد و المؤسسات المالية و هذا ما سوف نتعرض له:

أ- أهمية الأسواق المالية على مستوى لاقتصاد :

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية : إن عملية التنمية تحتاج إلى رؤوس الأموال كثيرة و هذا قد لا يتوفر لدى الدولة و بدلا من اللجوء إلى الاقتراض الأجنبي الذي يترتب عنه أعباء ثقيلة بالديون فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية.

وتساهم هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية من خلال الادخار و الاستثمار و إعادة تعبئة المدخرات و توجيهها إلى الاستثمار و من تم تنشيط الاقتصاد.

يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي إذ أن حجم العمليات و مستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد و ضعفه أو لقطاع من قطاعاته.

تساعد الأسواق المالية على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية

إن التعامل في الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية يساعد حاملها من تحويل الأوراق إلى أموال نقدية بدون خسارة

وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة و المتداولة من التأثيرات الخارجية و من تم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات.

<sup>1</sup> - نبيل خليل طه سمور ,سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق,دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا,مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال, الجامعة الإسلامية غزة, 2007

تعتبر الأسعار المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية إن معرفة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية يسمح بمعرفة كيفية سير العمل في المشاريع الاقتصادية وبالتالي الاستثمار.

إن وجود سوق مالي من شأنه أن يمهد إلى المزيج بين السياسة النقدية و السياسة المالية.

تسهل الأسواق المالية عملية سير رؤوس الأموال بصفة سريعة و مستمرة من قبل المستثمرين سواء كانوا المعترضين أو المساهمين.

إن الأسواق المالية كثيرا ما تتعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يساعد ذلك تحويل هذه السوق من محلية إلى دولية حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح الأسهم و السندات لشركات من جنسيات مختلفة و بالتالي تعتبر هذه السوق أداة تجذب رؤوس الأموال الأجنبية .

تقوم السوق المالي على تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية مما يضمن سلامة التعامل و سهولته وهذا بدوره يضمن حماية البلاد و صغار المدخرين وبالتالي يحقق التكافؤ و التوازن للسوق من خلال انتقال أدوات ملكية من مستثمر لآخر.<sup>1</sup>

ب- /أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد و المؤسسات :

تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار و ذلك وفق الطلب و العرض

تعد مكان مناسب للبيع و الشراء

تداول الأوراق المالية لمن يرغب في الاستثمار كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته

تساهم في سرعة تداول الأوراق المالية و معرفة أسعارها و ذلك بالاطلاع على تسعيرة السوق

توسيع عملية الاختيار بالنسبة للمستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته و هذا يؤدي إلى تقليل المخاطر

إن الأسواق المالية تتيح الحرية لإجراء كافة المعاملات و الإجراءات

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها و دورها المتعدد الجوانب حيث تؤثر في كل الجوانب الاقتصاد و تتأثر بهذا كله

<sup>1</sup> - الداودي خيرة، تقييم كفاءة و اداء الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التسيير تخصص مالية الاسواق - جامعة قاصدي مرياح ورقة 2012 ص 3

### المطلب الثاني : خصائص و عوامل نجاح السوق المالية

#### الفرع الأول : خصائص السوق المالية

تتجلى خصائص الأسواق المالية في توفير :

كفاءة التشغيل : و هي قدرة السوق على تحويل الأموال و الموارد لمن يحتاجون إليها بأقل من التكلفة التي تنشأ من المعاملات و تضم تكلفة الوساطة المالية و تكلفة تحويل الورقة المالية لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على هذه التكلفة

كفاءة تخصيص الموارد : عن المهمة الأساسية للأسواق المالية هي تحويل فائض الأموال ممن لديهم الفائض , إلى من يحتاج إلى هذه الموارد و هي مهمة ليست سهلة لأن أحد شروطها أن تتم بكفاءة التخصيص

توفير السيولة : من المعروف أن الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق كما انه يمكن لحملة الأسهم إعادته إلى الشركة المصدرة كذلك بالنسبة للسندات برغم أن لها آجال استحقاق مختلفة , حيث أن السوق المالي في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن للمستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى نقدية.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: عوامل نجاح السوق المالية

لا يكف أن تكون هناك شروطا ملائمة لقيام السوق المالي و لكن لابد من نجاح هذه السوق وزيادة نشاطها و يقتضي ذلك عدة شروط أو عوامل بعضها موضوعي و الآخر شكلي<sup>2</sup>:

أولا : العوامل الموضوعية : تتضمن الشروط الموضوعية مايلي :

تنظيم الأسواق المالية و توفير المعلومات المختلفة

إنشاء البورصات داخل الدول تمهيدا لخلق السيولة الكافية بتوفير و نشر البيانات و المعلومات على أسعار الأوراق المدرجة

جعل الادخار اختياريا و ليس إجباريا

سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات و هذا بحد ذاته يولد ثقة المتعاملين

تمكين المستثمر من الحصول على عائد معقول من استثماراته

<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، مؤسسة توزيع المعارف الاسكندرية - مصر 1997، ص 55-56

<sup>2</sup> - عبد المعطي رضا رشد، الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات، دار زهوان للنشر و التوزيع، 1998، ص 12



ثانياً العوامل الشكلية : بالإضافة إلى العوامل الموضوعية السابقة إلا أنه يمكن أن نضيف إليها بعض العوامل الشكلية التي تتلخص في مايلي .

الموقع الجغرافي و مدى بعده أو قربه من الأسواق المالية الدولية .

الاهتمام بالمرافق العامة و في مقدمتها سهولة المواصلات و الاتصالات السلكية و اللاسلكية و المساكن

وجود عدد كبير من البنوك الوطنية و الأجنبية و شركات الاستثمار

ارتفاع نسبة الادخار عند الأفراد .

عدم وضع رقابة على الصرف

وجود نظام ضريبي مرن و غير مغالي في أسعاره

وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي و الاجتماعي داخل الدولة.

### المطلب الثالث :وظائف و مكونات السوق المالية

#### الفرع الأول : وظائف السوق المالية

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد و تتمثل هذه الوظائف في مايلي :

تعبئة المدخرات: تقوم السوق المالية بهذه الوظيفة وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل (الأسهم و السندات ) بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح لمدخر و المستثمر ' الأمر الذي يؤدي إلى زيادة نمو الاستثمارات ، مما يؤدي ارتفاع نمو الاقتصاد الوطني

الاحتفاظ بالثروة: تعمل سوق رأس المال على من خلال الأدوات التي توفرها على قيام بدور مخزن القيمة أو مخون الثروة ، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للإهلاك ' كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها

ونعني الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع ، حيث يشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المحقق ، ومن ثم زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات و زيادة العائد على الأصول المالية فإنه يؤدي إلى زيادة الثروة في الاقتصاد و بالتالي زيادة الاستثمار

توفير السيولة : من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة , بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر .

إن توفير الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة و العائد المرتفع في آن واحد يؤدي إلى استفادة كل من المستثمر و المدخر من السيولة مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار و نموه في المجتمع .

توفير التمويل للاستثمار : تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار و ذلك من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية و الحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع , حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل , إذ أن المؤسسات غير ملتزمة باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها و لكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر .

كذلك يقوم سوق رأس المال بإتاحة فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المؤسسات و ذلك من خلال إصدار أوراق مالية جديدة , يوفر سوق رأس المال للمؤسسات فرصة الاقتراض بصورة غير مباشرة و ذلك عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرتها منها , مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المؤسسات و يتيح لها فرصا للاقتراض من أي مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال

تخفيض المخاطر و إرشاد المستثمر : تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها . حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة و مؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر , كما يكون التنوع على المستوى الدولي مما يتيح فرص أكبر لتخفيض المخاطر .

حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها و الاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة , و يضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى . و بهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة و مرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطها و تحسين مركزهم المالي و من ثم ينعكس ذلك على تحسين نمو الاستثمارات.<sup>1</sup>

تحقيق الاستقرار الاقتصادي : تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي , وتجنب التضخم و الكساد و ذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة , وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض و الاستثمار في الاقتصاد

حيث تقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال . وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة و الأسعار في سوق رأس المال و من ثم التأثير في زيادة نمو الاستثمارات .

<sup>1</sup> - الداودي خيرة ، مرجع سابق ، ص 3

الفرع الثاني : تقسيمات السوق المالية

تعد السوق المالية النظام الأوسع و الأشمل التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية, لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقاً لأغراض التمويل, منها يخصص في تمويل المشاريع الاقتصادية, أو تمويل عمليات التشغيل طبقاً لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية : إلى سوق النقد وسوق رأس المال.<sup>1</sup>

أولاً- سوق النقد :

تعرف السوق النقدية على أنها سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل و القابلة للتداول (أقل من سنة).

و هذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات , إذ أن مكانه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل ببعضها البعض , الهدف الأساسي من وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية , و مدها بالقروض.<sup>2</sup>

وعليه فالسوق النقدية هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض و الطلب على القروض قصيرة الأجل.<sup>3</sup>

بمعنى آخر فهي عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل يتم فيها عملية الإقراض و الاقتراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية و الأجنبية لفترة لا تزيد عن سنة ويرتكز هذا السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب

و العرض.<sup>4</sup>

✓ خصائص السوق النقدي :

يتميز السوق النقدي بجملة من خصائص كمايلي:<sup>5</sup>

يعتبر سوق جملة و يكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جدا و يعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء و السماسرة.

<sup>1</sup> - يوسف خروبي, مرجع سابق, ص 6

<sup>2</sup> - بن عزو عبد الرحمن, دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية: مع الإشارة لحالة بورصة تونس, مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير, تخصص إدارة مالية, جامعة منتوري قسنطينة, 2011-2012, ص 13

<sup>3</sup> - عبد اللطيف طيبي, التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل و الاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد و المخاطرة: نموذج بنك البركة الجزائري, مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة, جامعة قاصدي مرباح ورقلة, 2009, ص 4

<sup>4</sup> - أديب قاسم شندي, الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة, مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة العدد الخاص بمؤتمر الكلية, 2013, ص 160

<sup>5</sup> - وليد صافي - أنس البكري, مرجع سابق, ص 31

أدوات الاستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة.

يعتبر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة. لأن مخاطر الدين و عدم مقدرة المدين على سداد تكون شبه معدومة. لأن أدوات الدين في هذا السوق غالبا تكون مصدرة من قبل الحكومة.

### ✓ مزايا سوق النقد :

المرونة العالية، فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي، وبإجراءات مبسطة تخفض تكاليف هذه الصفقات، كما يتميز أيضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه وذلك لسببين<sup>1</sup>:

تدني درجة المخاطر النقدية.

تدني درجة مخاطرة الدين

### ✓ أهم أدوات السوق النقدي:

أذونات الخزينة:

وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الدولة لتمويل العجز في الميزانية العامة و تعتبر من أهم وسائل القرض الداخلي قصير الأجل، تتراوح مدة استحقاقها بين ثلاثة أشهر و سنة واحدة .

شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي أدوات دين قصيرة الأجل تمنح حقا مقابل وديعة بنكية تودع لدى البنك الذي أصدرها لأجل محدد مقابل فائدة نسبية معينة، و عند اجل الاستحقاق يدفع البنك سعر الشراء الأصلي.

القبولات المصرفية:

هي حوالات بنكية قصيرة الأجل تصدرها الشركات في مجال التجارة الخارجية، و هي مضمونة من قبل البنوك خلال فترة معينة، و يتم تداولها بخصمها في السوق النقدية.<sup>2</sup>

اتفاقيات إعادة الشراء:

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص 29

<sup>2</sup> - بوعالملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها: دراسة بعض التجارب المغربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2009-2010، ص 49

وهي عبارة عن عملية للحصول على الأموال عن طريق بيع و إعادة شراء متزامن لأوراق المالية، يكون فيها البيع حاضرا و الشراء في وقت لاحق ، و بالتالي فهي تمثل أسلوبا لإقراض مضمون و قصير الأجل.

ودائع الاورو دولار:

وهي عبارة عن إيداعات بالدولار الأمريكي لدى البنوك خارج الولايات المتحدة خصوصا في أوربا ، يتم تحديد فوائدها وفقا للعرض و الطلب بدون أي قيود .

الأوراق التجارية:

هي صك مكتوب وفق شكل يحدده القانون يتضمن التزاما بدفع مبلغ معين من النقود ويستحق الأداء بمجرد الإطلاع أو في اجل قصير وقابل للتداول بالطرق التجارية ويقبله العرف كأداة للوفاء يقوم مقام النقود<sup>1</sup>

الكيميالة:

أداة دين قصيرة الأجل في شكل صك يمثل أمر للمسحوب عليه (المدين) بان يدفع للمستفيد(الساحب) مبلغ محدد و متفق عليه في تاريخ محدد ، أو عند الطلب بمجرد توقيع أو تظهير بيت القبول أو البنك بقبول هذه الورقة التجارية ، فمن هذه الورقة تصبح صالحة للتمويل والتداول و تباع بخصم على قيمتها الاسمية عند معدل (سعر) يعكس أسعار الفائدة الجارية للفترة القصيرة ، الكيميائية عادة يكون لها تاريخ استحقاق حتى ستة أشهر.<sup>2</sup>

ثانيا : سوق رأس المال:

يعرف بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل و أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.<sup>3</sup>

يعتبر أهم الأسواق المكونة لأسواق المال . حيث يتم اجراء ات التعامل فيها وفقا لقواعد ونظم معينة وذلك بهدف تجميع المدخرات طبقا لأشكالها و آجالها و ضمان استقرارها.<sup>4</sup>

1 - عبد الكريم احمد قندوز، مرجع سابق، ص 32-33

2 - محمد عزت غزلان، مرجع سابق، ص 96

3 - محمد مطر- فايز تيم، مرجع سابق ، ص 83

4 - بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية- مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك و مالية ، جامعة تلمسان

كما تندرج تحت أسواق رأس المال جملة عناصر يتم فيها تنشيط الادخارات عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة و هي وظيفة سوق الإصدار ( السوق الأولية ) أو بتداولها و هي وظيفة السوق الثانوية ( سوق التداول )

وسيتم التركيز على البورصة باعتبارها سوق التداول , إذ أن سوق الإصدار مرحلة أولية و تمهيد لدخول الورقة المالية للبورصة.<sup>1</sup>

### ✓ تقسيمات سوق رأس المال :

ومنه يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى قسمين :

السوق الأولية ( سوق الإصدار )

السوق الثانوية ( سوق التداول )

#### أ-السوق الأولية(سوق الإصدار):

وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة ,وذلك عن طريق ما يسمى بالاكنتاب العام ,سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس و إنشاء الشركات الجديدة , أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع و تنويع نشاطها أو إصدار الأسهم و السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل ,

وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (أسهم و سندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار<sup>2</sup>

و تعتبر السوق الأولية حلقة وسط بين المستثمرين و بين الجهات المصدرة للأوراق المالية ,فهو يتيح للأفراد فرصا متعددة لاستثمار مدخراتهم ,كما يتيح للمنشآت المعنية مصادر متنوعة (أسهم سندات أو غيرها) للحصول على ما تحتاجه من الأموال للتوسع و النمو.<sup>3</sup>

● كما توجد هناك طرق أخرى لإصدار الأوراق المالية و هما : طريقة الأسلوب المباشر و أسلوب المزاد

الأسلوب المباشر: يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين من المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لهم الأسهم و السندات التي تم إصدارها و يكون هذا الاتصال مباشرا.

1 - ضياء مجيد موسوي، البورصات: أسواق رأس المال و أدواتها: الأسهم و السندات، منشورات الجزائر، الطبعة الأولى 1998 ص 07

2 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن عمان، بدون طبعة، 2010، ص 18

3 - ضياء مجيد، مرجع سابق، ص 6

أسلوب المزاد : طبقا لهذا الأسلوب لا تكون العملية بشكل مباشر و إنما دعوة كل المستثمرين الذين لهم رغبة في شراء هذه الإصدارات بحيث يقوم كل مستثمر بتقديم معطيات تشتمل على الكميات المراد شراؤها و كذا السعر المفضل لتقوم هذه المؤسسة بقبول هذه الطلبات ابتداء من أعلى سعر إلى أقل سعر و هكذا حتى يتم تعريف كل الإصدارات

و يوجد كذلك أسلوب ثالث ،أسلوب البيع غير المباشر: و يتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب و التسويق و البيع على المستثمرين<sup>1</sup>. وذلك من أجل تلافي التكاليف العالية و الشروط القاسية و تجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة لكن عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف و عمولات إضافية لا بد و أن يتقاضاها هذا الوسيط و الذي قد يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا حيث يقوم بالإضافة إلى ذلك بإسداد النصح و المشورة حول الحجم و التوقيت و الجدوى من الإصدار و يتولى اتخاذ كافة الإجراءات التنفيذية اللازمة للإصدار و البيع<sup>2</sup>

ب- السوق الثانوية (التداول):

وهي عبارة عن الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية و تم الاكتتاب فيها<sup>3</sup>, و يتم من خلال السوق الثانوية إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها

وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها و ليست الشركة أو الجهة المصدرة<sup>4</sup>

✓ مزايا السوق الثانوي :

يوفر للأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي عنصر السيولة.

يستمد السوق الأولي كفاءته و فعاليته من خلال السوق الثانوي

يعتبر السوق الثانوي مجالاً لنشاط فئة صانعي الأسواق.<sup>5</sup>

✓ تقسيمات السوق الثانوي : يمكن أن تنقسم السوق الثانوي إلى أسواق نظامية و أسواق موازية :

\* السوق الغير المنظمة: (الأسواق الموازية):

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين ,مرجع سابق, ص 21

<sup>2</sup> - مصطفى يوسف كافي ,بورصة الأوراق المالية, دار مؤسسة رسلان للطباعة و النشر و التوزيع, سوريا دمشق, الطبعة الأولى, 2009, ص 72

<sup>3</sup> - عصام حسين ,مرجع سابق, ص

<sup>4</sup> - عاطف وليم أندراوس , مرجع سابق , ص 27

<sup>5</sup> - وليد صائي - أنس البكري , مرجع سابق , ص 33

يتم به تداول الأوراق المالية لمؤسسات غير مسجلة في قوائم السوق يقصد بها الأسواق التي يجري بها التعامل بالأوراق المالية و لكن خارج مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة و التجار و تظهر طلبات الشراء و البيع لأسهم المؤسسات مختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع.

و يتضمن هذا السوق الغير منظم سوقين آخرين هما السوق الثالث و السوق الرابع.

السوق الثالث: و هو جزء من الأسواق الغير منظمة، حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في السوق المنظمة، و الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة. و تتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها، و كذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.<sup>1</sup>

ومن أهم أسباب و جود السوق الثالثة اعتقاد المستثمرين بان عمليات التداول تتم بسرعة كبيرة و أيضا إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة، خاصة أن سمسرة هذه السوق غير ملزمين بحد أدنى من العمولة هذا من جانب، و من جانب آخر بحد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية.<sup>2</sup>

السوق الرابع: و هو السوق الذي تتعامل به المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها دون الحاجة إلى شركات السمسرة و تجار الأوراق المالية و الهدف هو تقليص النفقات باستبعاد عمولات و أرباح التجار و السماسرة، و يتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال تسمى *instinet*. إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة أسعار الأوراق المالية و حجم المعاملات.<sup>3</sup> و في بعض الحالات يتم الاستعانة بوسيط لإتمام الصفقة، و المعروف أن أعباء الوسيط تكون أقل بكثير من تكلفة و عمولة السمسرة، و في هذا السوق يتم التعامل على كافة الأوراق المالية المتداولة سواء كانت داخل البورصة أو خارجها.<sup>4</sup>

\*السوق المنظمة: و يطلق على هذه السوق بورصة الأوراق المالية، إذ تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية و يكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، و تضع الدولة قواعد و شروطا معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها و سنداتها فيها.<sup>5</sup>

وبهذا يمكن توضيح ماسبق من تقسيمات سوق الأوراق المالية في الشكل التالي :

1 - بوكساني رشيد، معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2005-2006، ص 45

2 - شواحي صورية، مرجع سابق، ص 21

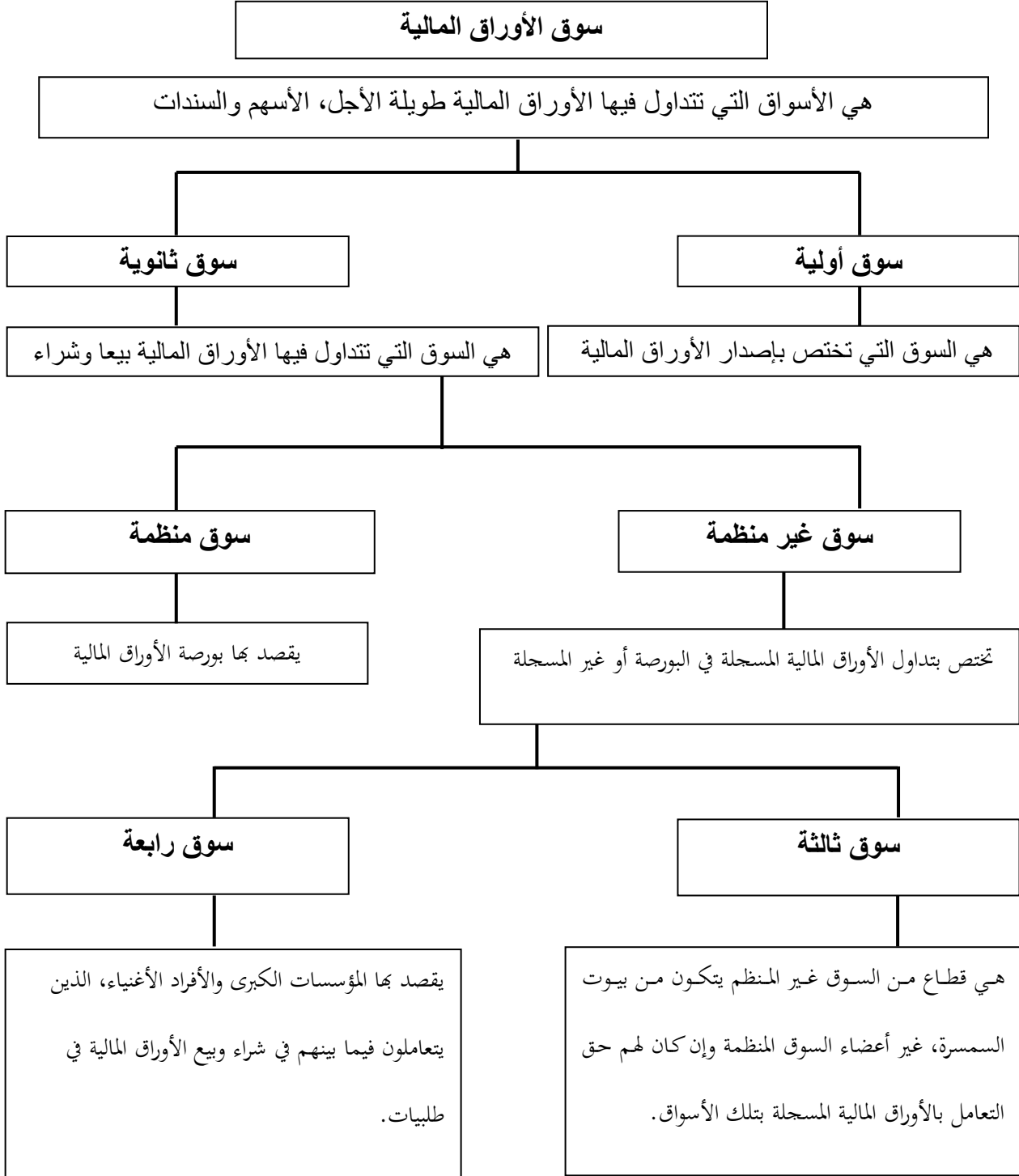
3 - اديب قاسم شندي، مرجع سابق، ص 154

4 - بن عزو عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 22

5 - أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007، ص 24



شكل رقم (2-1): هيكل سوق الأوراق المالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص: 25-26.

➤ شروط الدخول إلى البورصة :

تتطلب عملية دخول الشركات و المؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط ، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني ، و ما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ن ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة . ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط التالية :

يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها قانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم .

أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% ، حيث تطرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية و ذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

أن يكون قد مر على تأسيسها و نشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالها.

تكوين ملف الدخول و إيداعه لدى الجهات المختصة ، مع الإشارة إلى أن يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة ، وتقديم نشاط المؤسسة و آفاقها المستقبلية ، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج ،الميزانية الافتتاحية ،مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.<sup>1</sup>

➤ وظائف بورصة الأوراق المالية :

تؤدي البورصة وظيفتها التمويلية و الاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي ، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني و بالتالي زيادة دخول الأفراد و من تم زيادة درجة الرفاه في المجتمع و بشكل أكثر تفضيلا . يمكن حصر أهم وظائف البورصة بالأمر المحددة التالية :<sup>2</sup>

جذب رؤوس الأموال من المستثمرين او الممولين و فتح قنوات الاستثمار أمام المستثمرين.

حشد المدخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المادية و زيادة الإنتاج.

<sup>1</sup> - بن عزوز عبد الرحمن ، مرجع سابق، ص 52-53

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواور ، مرجع سابق ، ص 59

تيسير سبل البيع و الشراء بين المتعاملين كافة و المحافظة على قدر معين من السيولة

نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين و المقترضين

إيجاد سوق مستثمرة من خلال إيجاد مشترين و بائعين دائمين

تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين

المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار و حجم الإنتاج في المستقبل

توفير المعلومات و تحقيق عوائد مجزية لكل من المقترضين و المقرضين

أهمية سوق الأوراق المالية : تتجلى أهمية سوق الأوراق المالية فيما يلي<sup>1</sup>:

- تمكين الشركات العمومية و الخاصة التي لها شكل شركة مساهمة من فتح رأس مالها أو الرفع منه.

- تعتبر وسيلة لقياس أصول المؤسسات .

- تعتبر وسيلة للتمويل المباشر للاستثمار عن طريق الادخار العمومي.

- تعتبر وسيلة لتوفير سيولة الادخار للمستثمرين في المدى الطويل.

- تعتبر أداة لتسيير المخاطر .

خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية عدة خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:<sup>2</sup>

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى , نظراً لكون المتعاملين فيه من المختصين ,

و هناك شروط و قيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق , لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدبير المعلومات في أسواق الأوراق المالية و توفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.

- يتطلب سوق الأوراق المالية و جود سوق ثانوية , يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

<sup>1</sup> - براق محمد, السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي, الندوة العلمية الدولية حول التكامل الإقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية-الأوربية 8-

9ماي 2014,ص10

<sup>2</sup> - جمال جويدان الجميل, الأسواق المالية و النقدية, دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع, عمان , الأردن, 2002,ص 56

- التداول في هذه السوق يتم عن طريق توفير المناخ الملائم ، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض و الطلب.

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

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

### ➤ صفات بورصة الأوراق المالية :

لبورصة الأوراق المالية صفات معينة تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى يمكن إجمالها بالتالي :

التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع و الخدمات الأخرى ، و إنما على أساس خصائص و مواصفات نظرية غير ملموسة ، الأمر الذي ينعكس بالدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات الصفقات التي تعقد في أسواق الأوراق المالية كبيرة نسبيا مقارنة مع الأسواق الأخرى ، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع و الشراء.

و لهذا يمكن اعتبار بورصة الأوراق المالية هي أكثر الأسواق اقترابا من النموذج الفكري لسوق المنافسة الكاملة في الاقتصاد الحر (الاقتصاد الرأسمالي ) ، و هي بالتالي تعتبر من أقوى الأسواق اتخاذا و تنظيما و تجانسا على المستوى المحلي و حتى العالمي<sup>1</sup>.

### ➤ دور أسواق رأس المال :

تلعب أسواق رأس المال دورا كبيرا في ازدهار الدول و نموها و هذا من خلال دورها الكبير في مجريات الاقتصاد التي نشاهدها اليوم :

-توفير السيولة النقدية : من خلال جمع الأموال الفائضة من الاقتصاد و استثماراتها في شراء الأسهم و السندات و التداول في مختلف الأدوات المالية الموجودة في السوق كما يمثل السوق المالي عامل جذب لأصحاب المال نتيجة للفرص الموجودة .

<sup>1</sup> - فيصل محمود الشاورد مرجع سابق ، ص 46

- زيادة حجم الاستثمارات : أن وجود السوق المالي ساهم في زيادة حجم الاستثمارات المالية في الدول و ساهم في تمويل مشاريع عدة زادت من حركة الاقتصاد و من حركة رؤوس الأموال من خلاله . فلقد باتت همزة وصل و ضمان بين المستثمرين و أصحاب المشاريع و المؤسسات .

- تحرير حركة التجارة : ساهمت أسواق رأس المال في زيادة حركة التجارة ما بين الدول و ذلك عبر الشركات الكبرى و الأموال المستثمرة فيها التي تعود بعائدات للدخل القومي و سهل انتقال رؤوس الأموال في ظل العوامة .

- أداة قياس : يعتبر السوق المالي أحد مؤشرات قياس العديد من الجوانب و هو يعطي نقاط القوة و الضعف للدول ، مؤشر على مدى الوعي الاستثماري للمواطن و مقياس لحالة البلاد سواء اقتصادية أو سياسية .

- أداة للتنبؤ : يعتبر السوق المالي مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي فهو ينظم غالبية المؤسسات الموجودة و التي تمثل العصب الأساسي للدخل القومي وعليه يمكن التنبؤ بالحالة المستقبلية للمؤشرات الاقتصادية للدولة نمواً أو عجزاً<sup>1</sup> .

✓ و الاختلاف الأساسي بين تلك النوعين من الأسواق المالية يبرز في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها في كل من السوقين ، حيث يجري تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل في أسواق النقد ، في حين يجري تداول الأدوات المالية طويلة الأجل في أسواق رأس المال<sup>2</sup> .

### المبحث الثاني : الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمثل الأوراق المالية الأداة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، باعتبارها أداة تمويل في سوق المالي ، ومن ثم فهي عصب حياة في هذه السوق

#### المطلب الأول : أدوات الملكية

تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكزين رأس مال في شركات المساهمة ، إذ تشكل الأسهم أحد أصناف الأوراق المالية الهامة المتداولة في السوق المالية .

#### ➤ تعريف الأسهم :

كما يمكن تقديم عدة تعاريف للأسهم كالآتي :

<sup>1</sup> - روابح مولود ، المشتقات المالية كإداة للتنبؤ بكفاءة السوق المالي ، مذكرة لنيل شهادة الماستر شعبة العلوم التسيير تخصص مالية مؤسسة - جامعة ورقلة 2013 - ص12

<sup>2</sup> - نبيل خليل طه سمور ، مرجع سابق ، ص24

يعرف السهم على أنه عبارة عن صك أو الوثيقة الذي يعطي للمساهم إثباتا لحقه، لأن السهم يعطي للمساهم حقوقا تجاه الشركة كما يرتب عليه التزامات نحوها<sup>1</sup>.

كما يعرف بأنه: الحصة أو النصيب للمساهم في شركة من شركات الأموال ، و هذه الحصة تمثل جزء من رأس مال الشركة،

و يتم إصدار السهم على صورة صك يعطى للمساهم ، و يكون وسيلة لإثبات حقوقه في الشركة.<sup>2</sup>

السهم عبارة عن :صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل عموما مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال ، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها.<sup>3</sup>

و بالتالي فهو عبارة عن حصة من رأس مال الشركة<sup>4</sup> و هي عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تشهد بمساهمة صاحبها في رأس مال الشركة ، ليس لها تاريخ استحقاق محدد و حملتها الحق في امتيازات متعددة منها الحصول على دخل سنوي متغير يمثل نصيبه في ربح الشركة ، حق نقل ملكيتها ، حق الأفضلية في الاكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء أو الإفلاس.<sup>5</sup>

### ➤ القيم المختلفة للسهم :

➤ وللشهم قيم عديدة يمكن تحديدها كالأتي:

القيمة الاسمية : ويعد سعرا اعتباريا تضعه الشركة في بداية التأسيس أو يحدده القانون .

القيمة الدفترية : وهي قيمة متغيرة تستخرج من خلال ناتج قسمة حق الملكية على عدد الأسهم المصدرة

القيمة السوقية : تعد القيمة السوقية المحصلة النهائية لأداء الشركة وهي تتأثر بقانون العرض و الطلب

القيمة العادلة : وهي القيمة التي يستحقها السهم فعلا.

قيمة التصفية : و هي تمثل قيمة السهم في تصفية الشركة.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> - محمد صبري هارون ، أحكام الأسواق المالية ، الأسهم و السندات ، دار النفائس للنشر و التوزيع ، الاردن ، الطبعة الثانية، 2009، ص 29

<sup>2</sup> - نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 44.

<sup>3</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي ، القاهرة، 1996، ص 265

<sup>4</sup> - ضياء مجيد ، البورصات أسواق المال و أدواتها ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية، بدون طبعة ، 2005، ص 32.

<sup>5</sup> - شمعون شمعون، البورصة ، أطلس للنشر ، الجزائر 1993، ص 21.

<sup>6</sup> - بشاردون الشكرجي - ميادة صلاح الدين تاج الدين - فتحى محمد سليمان ، 1 لتحليل الفني ودوره في إتخاذ قرار الإستثمار بالأوراق الماليةدراسة تحليلية في عينة من

أسواق المال في الخليج العربي ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، المجلد 2، العدد 18، 2010، ص 38

والتي تحسب بالصيغة التالية:<sup>1</sup> رأس مال الشركة

عدد الأسهم

بينما تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية، وهي معطاة بالعلاقة التالية:

القيمة الدفترية = إجمالي حقوق المساهمون - رأس المال + الاحتياطات + أرباح غير موزعة

عدد الأسهم

عدد الأسهم

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوم محاسبي، بينما الثانية تمثل مفهوم قانوني<sup>2</sup>، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية<sup>3</sup>.

➤ أنواع الأسهم: ويمكن تصنيف الأسهم وفقا لما يلي:

1 - من حيث الشكل:

الأسهم الاسمية:

هو ذلك الذي يصدر باسم مالكة و يتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة , و يؤثر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه.

الأسهم الأذنية:

هو السهم الذي يقترن بشرط الإذن و يتداول هذا السهم بطريق التظهير , أي بكتابة على ظهر السهم تفيد نقل ملكيته للمظهر إليه, و من النادر عملا أن يصدر السهم لإذن شخص معين.

الأسهم لحاملها:

السهم لحامله هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم , و إنما يذكر فيه أن السهم لحامله , و يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة . ونظرا لاندماج الحق مع السهم , فإن هذه الأسهم تعتبر من المنقولات المادية , و التي ينطبق بشأنها قاعدة الحيازة في المنقول سند الملكية.

<sup>1</sup> - حفيف عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية و مناهج تقييمها :دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير ، فيالعلوم التجارية، تخصصصمالية،المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي،تبسة 2004، ص: 25.

<sup>2</sup> - مصيبح أحمد، الإستثمار المالي:دراسة حالة الجزائر،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير،تخصص مالية،المدرسة العليا للتجارة،الجزائر،2002، ص: 52.

<sup>3</sup> - عبد النافع الزرري - غازي فرح ، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001، ص: 157.

2- من حيث الطبيعة:الأسهم النقدية:

هي الأسهم التي تمثل الحصص التي دفعت نقدا في رأس مال الشركة.

الأسهم العينية :

هي الأسهم التي تمثل الحصص العينية في رأس مال الشركة.<sup>1</sup>

3- من حيث الحقوق:الأسهم العادية :

وثيقة ملكية أو صك ملكية و تعد مؤسسات الأعمال مصدر لخلق الأسهم , إذ يتكون رأس مال المؤسسات المساهمة و شركات التوصية بالأسهم من حصص متساوية, يتم تمثيل ملكية الحصص هذه بوثائق ملكية حيث يوضح كل صك اسم المنشأة صاحبة الإصدار , نوع السهم , ورقمه , و عدد الأسهم.<sup>2</sup>

الأسهم الممتازة :

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية , و إن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية نظرا لتمتعها ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي.<sup>3</sup>

● ومن أهم خصائص الأسهم الممتازة:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و بنسبة محددة.

- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.

- حق الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية.

- حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.

<sup>1</sup> - عبد الكريم احمد قندوز, مرجع سابق, ص 41- 42

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر, مرجع سابق, ص 88

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي - نحال فريد مصطفى, أسواق المال و المؤسسات المالية , الدار الجامعية, مصر , الإسكندرية, بدون طبع, 2004, ص 17



- حق تحويلها على أسهم عادية.

- حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية<sup>1</sup>.

### ➤ إيجابيات وسلبيات إصدار الأسهم:

#### أ- إيجابيات الأسهم :

تمتع الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات التالية:

- تعد مصدرا دائما للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة.

- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

ب- أما سلبياتها على الشركة المصدرة فيمكن حصرها بالتالي:

-ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة.

-عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة.

-دخول المساهمين جدد وتشتت الأصوات في الجمعية العمومية<sup>2</sup>.

### ➤ خصائص الأسهم:

صك ملكية فهو يمثل جزء من رأس مال الشركة.

الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس مال في حالة التصفية.

الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت , حيث إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.

أرباح السهم غير محددة مسبقا , وتعتمد على الموقف المالي للشركة.

<sup>1</sup>- مصطفى يوسف كافي , مرجع سابق , ص 158

<sup>2</sup>- فيصل محمود الشواور , مرجع سابق , ص 81

تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث إنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى. تتساوى قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره من الحقوق. قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة. الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس مال تتناسب مع هذه الزيادة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : أدوات المديونية

يعتبر السند مصدر تمويل طويل الأجل تلجأ إليه الدولة أو المؤسسات قصد الحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق السوق المالية.

#### ➤ تعريف للسند :

يعرف السند على أنه صك مديونية طويلة الأجل، يتحصل حامله على فوائد دورية طيلة فترة حياة السند، بالإضافة إلى استرجاع قيمة السند عندما يحين أجل استحقاقه.<sup>2</sup>

يعرف أيضاً على أنه عبارة عن عقد (أداة دين) طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، و طبقاً لهذا العقد يقبل المقرض (المصدر للسند) أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند (المقرض).<sup>3</sup>

كما يمكن اعتباره بأنه التزام تعاقدي مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) و التي هي فائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات و إضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية .

و عليه فإن الفائدة هي التزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص.<sup>4</sup>

فهو عبارة عن ورقة مالية تثبت بان حاملها أقرض مبلغاً من المال إلى شخص قد يكون هذا الأخير مستثمر فردي أو مؤسسي لمدة زمنية معينة بمعدل فائدة معين.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - سليم جابور، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2001-2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص16

<sup>2</sup> - لطرش سميرة، مرجع سابق، ص201

<sup>3</sup> - عبد النافع الزري - غازي فرج، مرجع سابق، ص160.

<sup>4</sup> - علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، دار الوفاء للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص106

<sup>5</sup> - عبد الغفور دادن، محاولة بناء نموذج لتشديد قرار الإستثمار في الأوراق المالية حالة بورصة الكويت للفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2011، ص86

## ➤ خصائص السند:

تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية بما يلي:

- السند عبارة عن قرض أو التزام على الجهة التي قامت بإصداره.
  - إصدار السند يعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها.
  - للسند قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق.
  - يحصل صاحب السند على فوائد دورية ثابتة أو متغيرة بغض النظر عن وضعية الشركة.
  - لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، ولا التصويت فيها، ولا التدخل في الإدارة والرقابة.
  - لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
  - السند يمكن أن يكون مضمون بكل أصول الشركة المصدرة أو جزء منها.
  - يمكن للسند أن يصدر بسعر أكبر من القيمة الاسمية ويسمى الفرق بعلاوة الإصدار.
  - تعتبر الفوائد التي تمنح لحملة السندات من النفقات التي يجوز خصمها من الوعاء الضريبي للشركة مما يحقق وفورات ضريبية للشركة المصدرة.
  - عند تصفية الشركة تكون الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في الحصول على حقوقهم، يعني القيمة الاسمية للسند.
  - قابلية السهم للتداول حيث يحق لمالكه بيعه للغير.<sup>1</sup>
- صك مديونية على الجهة التي أصدرته .
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت الشركة ام لم ترباح.
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير .
- تحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند و سعر الفائدة الجاري في السوق النقدية.

<sup>1</sup> - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، ص: 04

لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده , و إنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.

لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له<sup>1</sup>

### ➤ أنواع السندات:

#### • من حيث جهة الإصدار:

- 1- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة و المؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.
- 2- غير حكومية : تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية و السندات العقارية و غيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

#### • من حيث مدة الأجل:

- 1- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
- 2- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.
- 3- طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

#### • من حيث الشكل:

- 1- بإسم مالكها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.
- 2- بإسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها إسم المستثمر.

#### • من حيث الجنسية:

- 1- محلية : تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- 2- أجنبية : تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.

<sup>1</sup> - ضياء مجيد , مرجع سابق ، ص 37

3- دولية : تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي<sup>1</sup>.

• من حيث الضمان:

1-سندات مضمونة : مثل السندات العقارية مثلا تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان و الذي يكون في العادة أصلا حقيقيا :آلات , أو مباني أو تجهيزات وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فائدته.<sup>2</sup>

2- سندات غير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع , و يكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين,<sup>3</sup> ولا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها و إنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية و الممتازة<sup>4</sup>

• من حيث الفائدة:

1- فائدة ثابتة : تكون الفائدة عليها ثابتة لمدة طويلة.

2- فائدة متغيرة : تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة غي السوق

• من حيث قابلية التحويل:

1- قابلتها للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

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

• من حيث مستوى جودة السند:

1-سندات عالية الجودة: وهي تلك السندات التي تصدرها جهات لها تاريخ طويل ة تتمتع بسمعة طيبة مثل الشركات المساهمة الوطنية ويقبل المستثمر على هذا النوع من السندات مع إنها قد تقدم عائد منخفض معدل فائدة بالمقارنة بالأنواع الأخرى من السندات , نظرا لأنها تنطوي على قدر ضئيل من المخاطر و خصوصا مخاطر عدم القدرة على السداد<sup>5</sup>.

1 - فيصل محمد الشواور, مرجع سابق, ص 77-78

2 - محمد مطر- فايز يتيم, مرجع سابق, ص103

3 -محمد مطر, مرجع سابق, ص

4 - فيصل محمود الشواور, نفس المرجع, ص 78

5- محمد صالح الحناوي - طارق الشهاوي , الإستثمار في سوق الأوراق المالية , دار التعليم الجامعي, بدون طبعة, الاسكندرية 2011, ص 82-83

2-سندات رديئة الجودة : وهي تلك السندات التي تصدرها منشآت إما حديثة العهد أو إنها تعاني من مشاكل تمويلية بصفة مستمرة و لكي تغري المستثمر على شراء مثل هذا النوع من السندات فهي تقدم عائد دوري عالي بالمقارنة بالأنواع الأخرى من السندات.

• حسب الحقوق و الامتيازات المقدمة للمالكها:<sup>1</sup>

1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم : وتتميز بميزة إضافية عن غيرها ,و هي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو هائلة.

2-سندات ذات علاوة : لمالكها الحق في الحصول على علاوة و المقصود بها مبلغ المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق إضافة على مبلغ إصدار السند

• حسب معدل العائد:

1- سندات ذات المعدل الثابت : هذا النوع يقدم عائدا ثابتا لكل السنوات على نهاية مدة القرض, ويزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك ,وذلك لكونه يمكن للمستثمر الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

2/سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق , و في غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

➤ أهم أوجه الاختلاف بين السهم و السند:

ليس لحامل السند أن يتدخل في إدارة الشركة ... و ليس له الحق في حضور جمعياتها العمومية بينما ذلك من حق صاحب السهم.

لحامل السند أن يحصل على فائدة سنوية ثابتة ..حتى و حتى لو لم تحقق الشركة أرباحا في حين أن حامل السهم له حق في الحصول على ربح يكون فقط في حالة تحقيق الشركة أرباحا.

تسترد قيمة السهم من الشركة المقترضة عند انتهاء الأجل المتفق عليه. حيث انه يعد دينا في ذمة الشركة أما السهم فلا ترد قيمته طالما أن الشركة قائمة إلا في حالة استهلاك الأسهم أو عند التصفية أو التأميم.

لحامل السند ضمان عام من أموال الشركة بحيث يسترد قيمة سنده قبل أن يسترد أصحاب الأسهم قيمة أسهمهم.

<sup>1</sup>- صورة شواحي ، مرجع سابق ، ص14

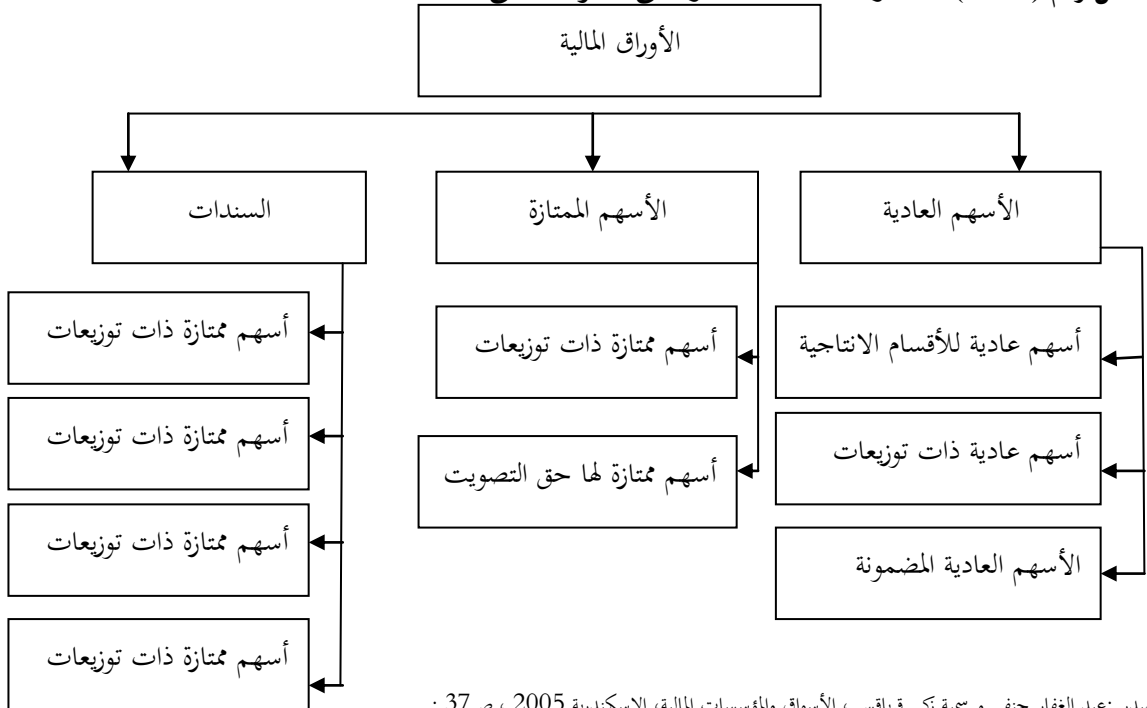
➤ مقارنة بين السهم و السند: بناءا على ما سبق ذكره ، يلخص الجدول أدناه أهم الفروق بين السهم و السند

جدول رقم (1-2): الفرق بين السهم و السند

السند	السهم
-دين على الشركة	-جزء من رأس المال الشركة
-حامل السند دائن للشركة بقيمة السند	-حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأس ماله
-ربح السند ثابت لا يتأثر بالخسارة	-ربح السهم متغير حسب متاجرة الشركة، وقد يكون هناك خسارة.
-حامل السند ليس له الحق في الإدارة	حامل السهم له الحق في الرقابة و ادارة الشركة
-حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل	-حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة، أو عند التصفية الشركة، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده فهو قابل للزيادة أو النقصان.
-حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة	-عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون

المصدر: محمد سويلم، ادارة البنوك والبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر ، الطبعة الأولى، 1992 ص 272

الشكل رقم (2-2) : الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي:



المصدر: عبد الغفار حنفي و سمية زكي قرياقس ، الأسواق والمؤسسات المالية، الاسكندرية 2005 ، ص 37 :

المطلب الثالث : المشتقات المالية

المشتقات المالية هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد ، و تلزم الطرف الآخر باحترام التزام مماثل ، العقد قد يتعلق بأصل مالي أو بمبلغ من العملات .

و تعرف كذلك بأنها عقود تتم بين طرفين ويقتضي بموجبها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها بهذا السعر الثابت في المستقبل.<sup>1</sup>

هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضوع العقد) و الأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم و السلع و العملات الأجنبية .. الخ , تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد.

➤ المتعاملون في عقود المشتقات:

المتحوطون : يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها , و المشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد و لكنها لا تضمن تحسين النتائج.

المضاربون : و يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية , لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق مكاسب.<sup>2</sup>

المراجحون : شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر ، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار و تحقق ربح عديم المخاطر . ومعظم عمليات بيع و شراء العملات تدخل في هذه التعاملات ، وساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة<sup>3</sup>

➤ عقود المشتقات الرئيسية :

تمثل عقود المشتقات الرئيسية في :

العقود الاختيار ، و العقود المستقبلية ، و عقود الآجلة ، و عقود المبادلة

<sup>1</sup> - سيد سالم عرفة , مرجع سابق , ص 141

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد , المشتقات المالية: المفاهيم إدارة المخاطر المحاسبية , الدار الجامعية, بدون طبعة, 2003, ص 5, 8,

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر ، مرجع سابق ص 126



1- عقود الخيارات:

حقوق الاختيار تمثل أداة مالية تعتمد على إعطاء المالك (المشتري للحق) في شراء أو بيع أي أصل من الأصول بسعر محدد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق, وذلك طبقاً لنوع الحق-شراء أو بيع- الذي يقوم بالحصول عليه.<sup>1</sup>

أو هو عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين, بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة, و يلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية, مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد, يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

● مكونات عقد الاختيار:

سعر التنفيذ:

أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه, و يسمى أيضاً بسعر التعاقد و هو غالباً ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية مثلاً لحظة تنفيذ العقد.<sup>2</sup>

تاريخ التنفيذ:

يمثل عمر التعاقد بين المشتري و المحرر, و هو يمثل تاريخ الاستحقاق لحق الاختيار أو آخر يوم يسمح فيه بتنفيذ العقد في حقوق الاختيار الأمريكية و هو في نفس الوقت بمثابة اليوم الوحيد لتنفيذ العقد في حقوق الاختيار الأوروبية.

القيمة السوقية للأصل:

فهو العنصر الرئيسي الذي تتجه نحوه التوقعات و هي التغيير الأساسي الذي يسعى كل طرف من طرفي التعاقد نحو التنبؤ به و محاولة تفسير سلوكه في المستقبل و إن كانت هذه القيمة لا تحدد في بداية تحرر العقد و إنما تعتمد على الظروف السوقية التي سوف تظهر في المستقبل

و كذلك يهتم محرري العقود بنوعية الأصل الذي يجري عليه حق الاختيار, فقد يكون هذا الأصل عبارة عن ورقة مالية, فمقدار المخاطر المرتبطة بالأسهم تزداد بدرجة كبيرة عن مخاطر السندات, و بالتالي تنخفض قيمة المكافأة في حالة السندات عنها, وقد يكون الأصل عبارة عن المؤشر العام للأسعار أو حقوق الاختيار على المعاملات حيث تختلف قيمة المكافأة التي يحصل عليها المحرر باختلاف نوعية الأصول التي يجري عليها حق الاختيار و ظروف و متطلبات كل عقد من هذه العقود

<sup>1</sup> -محمد صالح الحناوي - طارق الشهاوي, مرجع سابق, ص255

<sup>2</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز, مرجع سابق, ص131 108

- مشتري الحق :

و هو الطرف الذي لديه الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقا للقيمة السوقية للأصل فهو يدفع قيمة المكافأة لحظة إبرام العقد .

- محرر العقد :

وهو يمثل الطرف الأخر في عقد الاختيار و الذي يلتزم بتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد طبقا لقرار المشتري وفي حدود بنود العقد في مقابل حصوله على المكافأة لحظة تحرير العقد<sup>1</sup>

### • أنواع عقود الاختيار:

أ- حسب تاريخ تنفيذ العقد:

عقود الاختيار الأمريكية : هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بان يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

عقود الاختيار الأمريكية : هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.<sup>2</sup>

ب- حسب التغطية:

- عقود الخيار المغطاة : و هي عقود الخيار يحق فيها للبائع أو محرر العقد تغطية التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ ذلك العقد.

- عقود الخيار غير المغطاة: و هو حق اختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية ,التي يتم التعامل بها تعاقدًا.<sup>3</sup>

ت- حسب الملكية:

- الخيار المغطى: وهو الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي - طارق الشهاوي, مرجع سابق, ص 258

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد, مرجع سابق, ص 44

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي, مرجع سابق, ص 232

- الخيار المكشوف: وهو الذي لا يكون فيه محرر الخيار مالكا للأصل, وهذا هو الغالب في عقود الخيار القائمة في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

د- حسب نوع العملية

- عقود خيارات الشراء : هو عقد بين طرفين ,يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى بالعلو أو سعر الخيار.

- عقود خيارات البيع: هو عقد بين طرفين يمنح فيه الطرف الأول و يسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر (المشتري) الحق في الاختيار بين أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقا في العقد.<sup>2</sup>

شكل رقم: (2-2) أنواع عقد الخيار

يمكن إجراء مقارنة ما بين خيار الشراء وخيار البيع في بعض الجوانب كالاتي:

أنواع العقد		محرر العقد(البائع)		مشتري العقد(المالك)	
		الالتزام	الحقوق	الالتزام	الحقوق
خيار الشراء		بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل إنتهاء من) الصلاحية	يستلم علو أو تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علو أو محرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	ينفذ (أولا ينفذ) الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من) الصلاحية
خيار البيع		شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق (إذ قرر التنفيذ) وبسعر التنفيذ	يستلم علو أو تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	دفع علو أو محرر الخيار	ينفذ (أولا ينفذ) الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ

المصدر: محمد محمد الداغر, الاسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات, دار الشروق للنشر و التوزيع, عمان, الاردن, الطبعة الأولى, الاصدار الثاني, 2007, ص 127

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز , مرجع سابق, ص 114

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد, مرجع سابق, ص 43

## 2- العقود المستقبلية:

## ➤ تعريف العقود المستقبلية:

تعرف العقود المستقبلية على أنها التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) أو بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محدد و بموجب سعر محدد .

و بالإضافة لطرفي العقد (المشتري و البائع) يجب أن تحدد في العقد خمسة عناصر رئيسة أخرى هي:

تاريخ العقد و تاريخ التسليم

نوع الأصل محل العقد

الكمية

سعر التنفيذ أو سعر التسوية

مكان و طريقة التسليم<sup>1</sup>

أكبر البورصات التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجارة و بورصة شيكاغو ميركانتايل و في هذه البورصات وغيرها تشكل مجموعة عريضة جدا من السلع و الأصول المالية و الأصول الأخرى محلا للعقود المختلفة<sup>2</sup>.

## ➤ أنواع العقود المستقبلية:

1عقود المستقبلات المالية : وفيها يتم التعامل على شراء أو بيع كمية محددة من الأوراق المالية.

2عقود مستقبلات المحاصيل الزراعية : وفيها يتم بيع أو شراء كمية محددة من المحاصيل الزراعية.

3عقود مستقبلات المعادن الثمينة و المواد الخام : ويتم التعاقد على بيع أو شراء كمية محددة من المعادن الثمينة و المواد الخام.

4عقود مستقبلات العملات الأجنبية : و يتم التعاقد فيها على بيع أو شراء كمية محددة من العملة الأجنبية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى يوسف كافي, مرجع سابق ، ص 169

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد , مرجع سابق , ص16

<sup>3</sup> - زياد رمضان , مرجع سابق, ص 99

➤ خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد ببعضهما البعض.
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منهما ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة .
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق منظمة.
- إن التعامل في السوق المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد.
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية في الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة وول ستريت بذلك.
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة .بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق .
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة و المستقبلية باستخدام الوسائل و الميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية و المستقبلية.
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.<sup>1</sup>

✓ بالإضافة إلى هذه الخصائص توجد خصائص أخرى:

- الأصل: عند تحديد الأصل المتفق عليه في العقد تعين البورصة مستويات السلعة التي تكون مقبولة نظرا لوجود تباين كبير في جودة أو نوعية ما هو متاح في السوق ويتم تعديل أو تسوية السعر وفقا للأصل المختار.
- حجم العقد : يقصد به كمية الأصل التي ينبغي أن تسلم بموجب عقد واحد، إذ تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد
- ترتيبات التسليم: يجب أن يتم تحديد مكان التسليم بواسطة البورصة، خصوصا بالنسبة للسلع التي ترتبط بها تكاليف نقل كبيرة، ويتم تعديل السعر في حالات تحديد مواقع بديلة للتسليم.
- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سابق، ص 31-32

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 135

## 3- عقود الآجلة:

## ➤ تعريف العقود الآجلة :

هي عقود يتم التعامل بها في الأسواق المالية غير النظامية على عكس العقود المستقبلية لا توجب على المتعاملين بها أي هامش ضمان أو حجم الصفقة ، و كونها تتم في السوق الغير منظمة فهي لا تخضع للرقابة و الأسعار يحددها التفاوض بين المشتري و البائع للعقد تتصف بالإلزامية مثلها مثل العقود المستقبلية.<sup>1</sup>

ويمكن تشخيص أهم مواصفات العقود الآجلة: إن إبرام العقد يتوقف على القدرة التفاوضية بين طرفي العقد (المشتري و البائع) لذلك لا تحمل صفة المعيارية ، و بذلك فهي تتمتع بمرونة لأطراف التعاقد.

✓ تتضمن العقود الآجلة احتمال مواجهة كل من:

مخاطر الائتمان

مخاطر العجز عن السداد

تتحقق قيمة العقد الآجل عند إنهاء الصلاحية ولا توجد أي مدفوعات عند بداية التعاقد أو خلاله.<sup>2</sup>

ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية، فمثلا عدد الوحدات في العقد الواحد وتواريخ التسليم ومستوى جودة الأصل نمطية لكل نوع من العقود. وهو ما يجعل تداول هذه العقود في البورصة ممكنا. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، وبنود العقد تحدد وفقا لاتفاق الطرفين.<sup>3</sup>

## ➤ الفرق بين العقود المستقبلية و العقود الآجلة:

تتفق العقود المستقبلية مع عقود الخيارات في أن كلا منهما يعتبر نوعا من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من مزايا الرفع المالي التي تتيح لها استخدامها بشكل أوسع في أغراض المضاربة و التحوط .

لكن مع ذلك توجد بينهما بعض أوجه الاختلاف.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - روايح مولود، مرجع سابق، ص17

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص133

<sup>3</sup> - سحنون محمود - محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ملتقى بعنوان الأزمة المالية و الإقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص3

<sup>4</sup> - محمد مطر - فايز تيم، مرجع سابق، ص283

إن الخيار الأوربي يلتقي مع عقود الآجلة ، أما الخيار الأمريكي فإنه يلتقي مع عقود المستقبلية.<sup>1</sup>

-مخاطرة عدم القدرة على الوفاء :

العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد المخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية و التي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق الغير منظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

-مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي:

يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزامات بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه ، و الأمر يختلف تماما مع العقد الآجل فالانسحاب من التعاقد يتطلب إعادة التفاوض مع الطرف الآخر أو التفاوض مع طرف ثالث بشأن عقد آخر يأخذ فيه مركزا عكسيا من طرف الراغب في الانسحاب و يطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

تكلفة المعاملات :

تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة و الضرائب ، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه ، مما يعني أن العقود المستقبلية تكون أقل تكلفة مقارنة مع العقود الآجلة في إتمام المعاملات.

-التسوية اليومية للعقد :

في العقود المستقبلية يتم تسوية مراكز الأطراف يوميا على أساس سعر التسوية ، أما في العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد ، ومن ثم فإن الفروق السعرية المحتملة تكون كبيرة نسبيا.<sup>2</sup>

#### 4-عقود المبادلات:

➤ تعرف عقود المبادلات: هي التزام بين طرفي العقد على مبادلة أصل مالي أو عيني يمتلكه محرر العقد مع أصل آخر

يمتلكه بائع العقد .وقد يبرم هذا العقد على مبادلة في معدل الفائدة أو عملة أجنبية وفق تاريخ محدد(تاريخ التنفيذ).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - هوشيمار معروف كاكا مولا ، مرجع سابق ، ص 165

<sup>2</sup> - بوكساني رشيد ، مرجع سابق ، ص 70

<sup>3</sup> - روايح مولود ، مرجع سابق ، ص 17

وتعرف كذلك بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية ونصف سنوية) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار.<sup>1</sup>

### ➤ أنواع عقود المبادلة

مبادلات الفائدة : عبارة عن اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعمله معينة.

مبادلة العملات : عبارة عن بيع أو شراء عملة معينة في استحقاق معين ثم شراء أو بيع نفس العملة أو عملة مقاربة لها في استحقاق آخر.

المبادلة الخيارية : عبارة عن خيار الدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة وهي خيار مبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذا فائدة متغيرة في وقت معين .

معدل الفائدة المتغيرة: قد يتفق طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، و يعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداما .

التسوية : تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متفق عليه ( ربع سنوي، نصف سنوي، ...)

قيمة عقد المبادلة : هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة ، و يمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.<sup>2</sup>

### ➤ أسواق عقود المشتقات:

يتم تداول عقود المشتقات في أسواق تسمى أسواق المشتقات ، أسواق المشتقات هذه إما أن تكون أسواق منظمة أو غير منظمة.

1-السوق المنظمة :و تعرف أيضا بالسوق الأجل للبورصة ، وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات كتلك المتعلقة بالتسليم و التسوية و الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة الذي يمكن أن يجوز العميل الواحد بالنسبة لكل أصل.

إضافة على أن السوق المنظمة تكون مجهزة بغرفة مقاصة تسمح بتنظيم سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر الطرفين ،وتتحقق هذه التغطية من خلال هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد تتراوح بين 3 إلى 5% تودع لدى غرفة المقاصة . للإشارة فإنه لا يتم التعامل في هذه السوق إلا من طرف متعاملين معتمدين تحكمهم قواعد التداول المحددة من طرف هذه البورصة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد صالح الخناوي - طارق الشهاوي، مرجع سابق، ص 315

<sup>2</sup> <http://www.bayt.com/fr/specialties>

<sup>3</sup> - سحنون محمود - محسن سميرة، مرجع سابق، ص 4



2- السوق الغير منظمة : على عكس الأسواق المنظمة السوق الغير المنظمة تحكمها عمليات غير منظمة , هذه العمليات التي تتم على مقصورة الأسواق الغير منظمة , وهي الأكثر تغيرا على النظام المالي الدولي , بالنظر لكونها لا تخضع لأي رقابة , ولأي هامش ضمان ولا تملك غرفة مقاصة , وتتداول أيضا في مقصورتها العقود المستقبلية والعقود الآجلة ومنتجات أخرى أكثر تعقيدا الخيارات و المبادلات...

العمليات في هذه السوق ليست نمطية , بل يتخذ قرارها بشكل مشترك بالاتفاق بين الطرفين المعنيين , بمعنى أنها مهيكله حسب إرادة الطرفين المعنيين , ويعتبر ذلك إيجابيا بالنسبة للمتدخل الذي حددت العملية على مقاسه , في حين يعتبر ذلك سلبية عامة تتميز بها هذه الأسواق

### ➤ عيوب التعامل بالمشتقات المالية:

تمتلك الأدوات المالية المشتقة عيوب خاصة تتعلق بالمخاطر الناتجة عن التعامل بها ومن أهمها:

- التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة الناتجة عن التعامل بهاته الأدوات تكون ضعيفة أو معدومة .

- لا يوجد مبلغ ثابت يتم دفعه أو استلامه.

-المخاطر و العوائد المحتملة أكبر من المبالغ المعترف بها في قائمة المركز المالي.

- قيمة اغلب الأدوات المالية المشتقة أكثر تقلبا من قيم الأدوات المالية الأخرى إذ تتقلب بين القيم الموجبة و السالبة في فترة زمنية قصيرة.<sup>1</sup>

### ➤ مخاطر المشتقات المالية:

إن المتعاملين في المشتقات المالية يتعرضون لمخاطر عديدة وأن هذه المخاطر تزداد تعقيدا مع تطور هذه الأدوات وبالتالي فلا بد من تطوير أساليب إدارة هذه المخاطر .

● وفيما يلي أهم المخاطر التي يتعرض لها متعاملوا المشتقات المالية:

#### 1-مخاطر التسوية:

هي مخاطر إفلاس العميل قبل أن يتم تسوية حسابه مع الطرف المقابل وأن اختلاف التوقيت بين دول العالم والذي يصل إلى عدة ساعات قد يؤدي إلى حدوث هذا الخطر.

<sup>1</sup>- يوسف خروبي , مرجع سابق ,ص47

### 2- المخاطر التشغيلية :

وهي المخاطر الناشئة عن عدم كفاءة النظم والرقابة و إخفاق الإدارة و الأخطاء البشرية وإساءة الائتمان.

### 3- المخاطر القانونية :

وهي المخاطر الناشئة عن عدم القدرة على تنفيذ العقد وتتضمن المخاطر الناشئة عن سوء توثيق العقد والوضع القانوني لهذه الاتفاقيات.

### 4- مخاطر الائتمان :

هو الخطر الناتج من أن احد الأطراف لن يستطيع تسديد الالتزام المالي الموجود في العقد.<sup>1</sup>

### 5- مخاطر السوق :

إنها الخسارة الناتجة من التغيرات في قيمة المشتقات , و التي تتضمن مخاطر المراقبة , المحاسبة و المخاطر القانونية.<sup>2</sup>

### 6- مخاطر السيولة:

و تعني عدم القدرة على تسديد الالتزامات من قبل المتعاملين في سوق المشتقات , إذ ورغم السيولة التي تتمتع بها الأدوات , إلا أنها تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسيير بعض العقود بالسرعة الممكنة , وذلك بسبب عوامل تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف العرض و الطلب في السوق وغيرها من العوامل , مما يؤدي إلى خسائر للأطراف التي ترغب بتسهيل مراكزها بسرعة.<sup>3</sup>

## المبحث الثالث: آليات تنظيم و سير سوق الأوراق المالية.

تقوم سوق الأوراق المالية بتشجيع الادخار و تنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد ، و التعامل مع وحدات العجز و الفائض عبر آليات بيع و شراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به سوق الأوراق المالية .

### المطلب الأول : الوسطاء ، و المتعاملين بالسوق المالية

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاوية , مرجع سابق , ص 239

<sup>2</sup> - ضاءات , مالية مصرفية, نشرة توعدية يصدرها معهد الدراسات المصرفية , الكويت , ديسمبر 2009, جانفي 2010, العدد الثاني, ص 2

<sup>3</sup> - ناديا العقون , العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية , أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل

شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية , تخصص إقتصاد التنمية, جامعة الحاج لخضر باتنة, 2012-2013, ص 73

### الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة أن يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة ، و ذلك داخل قاعة للتعامل ، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها ، و ذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها ، مع الالتزام بوحدة التعامل و وحدات لتغيير الأسعار – كما كان ذلك ضروريا – و تحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات ، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها ، و غيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين

✓ و من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من :

أولا-قاعة التداول : ( و هو المكان المخصص للتداول )

ثانيا- الوسطاء و المتعاملين المرخص لهم بالعمل في البورصة :

أ- وسطاء البورصة:

و هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة و يمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص ، و يمكن أن يكون الوسيط ، مؤسسة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة ، و هم من أهم صناعات السوق و موجهوه ، فهم المحرك الرئيسي للنشاط للأوراق المالية بذاتها ، و بالتالي فالوسيط يعتبر احد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة .

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة ، فهو المستشار للمستثمر ، يساعد على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوية و يوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح و المشورة و الرأي و الرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.<sup>1</sup>

❖ إن تداول الأوراق المالية داخل البورصات لا يتم إلا من خلال مجموعة من الوسطاء و الذي يطلق

عليهم سمسرة ، و ينقسم الوسطاء الماليين داخل البورصة إلى :

- السمسار
- السماسرة الوكلاء
- سمسرة الصالة
- التجار

<sup>1</sup> - بن عزوز عبد الرحمن ، مرجع سابق ، ص 58-60

### السمسار :

هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية و يقوم بعقد عمليات بيع و شراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع و المشتري . و يعتبر أيضا مسؤول عن صحة كل عملية.<sup>1</sup>

#### السمات التي يجب أو تتوفر في السمسار:

الأمانة المهنية و الصدق و العدالة و الوضوح

تحقيق أعلى عائد بأقل تكلفة و مخاطرة

تجنب استغلال العملاء ( المستثمرين و المضاربين )

تحصيل العمولات القانونية فقط ، و هي عبارة عن نسبة في الألف من قيمة الأسهم أو السندات محل التداول.

ضرورة قيد السمسار في البورصة تحت سجل محدد.

توفير الخبرة المالية بالأوراق المالية.

القدرة على توفير الاستشارات و الإفصاح بالمعلومات اللازمة لترشيد العملاء.

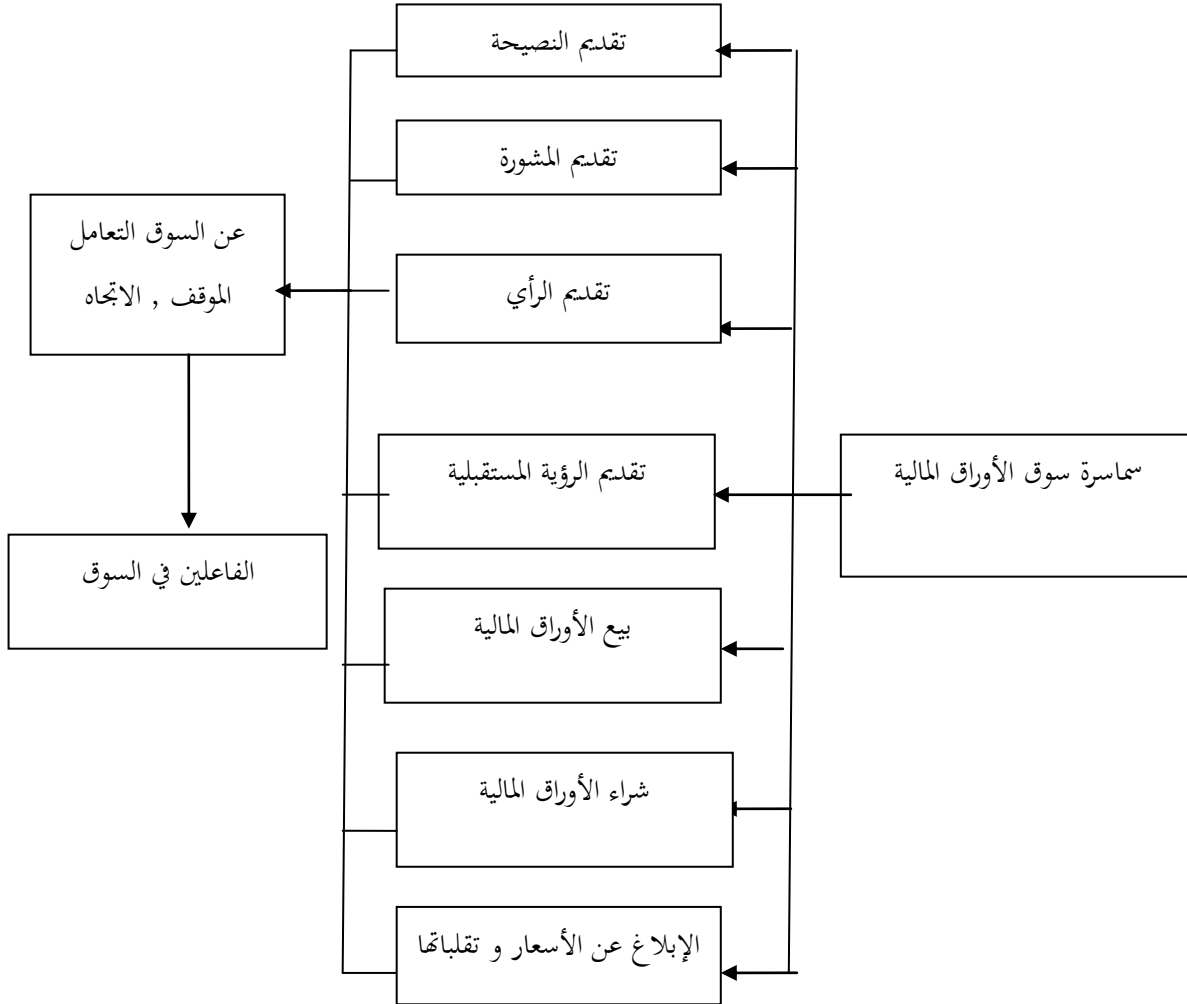
تنفيذ أوامر العملاء بدقة .

عدم التصرف غير القانوني في البورصة برفع الأسعار أو خفضها بما يلحق الأضرار بالمتعاملين أو إتمام صفقات وهمية .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن حاسين بن اعمر، مرجع سابق ، ص 36

<sup>2</sup> - طارق محمد خليل الأعرج ، مقرر الأسواق المالية ، مذكرة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص ادارة المصارف جامعة الدنمارك ص 74

الشكل رقم (2-3) : مجموعة الخدمات التكميلية التي يقدمها السمسار في البورصة



المصدر : بن اعمر بن حاسن مرجع سابق ص 38

سماسرة الوكلاء : يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في البورصة و يعملون كوكلاء لإحدى البيوت السمسرة كما قد يعملون كتجار لحسابهم الخاص . ويطلق على السمسار الذي يقوم بتنفيذ أوامر البيع و الشراء لصالح المتعاملين و يحصل على عمولة دون القيام بتقديم الخدمات التي يقدمها مكتب السمسرة بسمسار الخصم<sup>1</sup> .

السماسرة بالعمولة : ويقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية تملكها مقابل عمولة أو سمسة تحددها لائحة البورصة .

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية , مرجع سابق , ص 48-49

سمسار الصالة : و يختص بتنفيذ طلبيات البيع و الشراء للأوراق المالية التي يعد بها إليه زملاءه السماسرة مقابل عمولة .

تجار الصالة : ويقومون بتنفيذ عمليات بيع و شراء للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.<sup>1</sup>

المتخصصون : نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل بنوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة و السندات أو تقصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة و لذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل سمسار المقصورة و تجار الصالة ، و لكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور.<sup>2</sup>

### ب- المتعاملون بالبورصة:

صناديق الاستثمار - بنوك الاستثمار - مندوبي الحكومة.

### \*- صناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي عبارة عن تجمع مالي يأخذ شكل السلة أو الوعاء يحتوي على تشكيلة متنوعة من الاستثمارات أوراق مالية، عملات، سلع و غيرها، تدار على شكل محفظة متكاملة ، و أنواع الصناديق كثيرة و متعددة، فمنها المغلق و المفتوح ومنها ما هو تابع للمصاريف و منها ما هو تابع لشركات التأمين و الضمان الاجتماعي...

و التعامل في سوق الأوراق المالية يعتبر من أهم النشاطات لهذه الصناديق ، حيث تقوم بشراء و بيع الأوراق المتداولة في السوق.<sup>3</sup>

### \*- بنوك الاستثمار:

تعتبر بنوك الاستثمار أهم المؤسسات المالية العاملة في أسواق الأسهم الأولية. لا تقوم هذه البنوك بجمع الودائع، ولا تمنح القروض والتسهيلات. ولا تستثمر أموالها في الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة. تقوم بنوك الاستثمار بشراء إصدارات الأوراق المالية من الشركات المصدرة بهدف بيعها إلى المستثمرين النهائيين في أسرع وقت ممكن. والسرعة هنا أساسية لتمكين بنك الاستثمار من تحرير أمواله الخاصة (أموال رأسمال الملكية والاقتراض أحيانا) لإعادة استعمالها في إصدار آخر. ويمثل الفارق ما بين سعر البيع وسعر الشراء الربح الذي يحققه البنك مقابل تحمله مخاطر الإصدار المتمثلة في احتمال أن ينخفض سعر

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط ، مرجع سابق ، ص 115-116

<sup>2</sup> - طارق محمد خليل الأعرج ، مرجع سابق ، ص 68

<sup>3</sup> - بوضياف عبير ، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة الدراسات العليا تخصص مالية ، جامعة منتوري قسنطينة 2007 ص 106

البيع إلى أقل من سعر الشراء. وتقوم بنوك الاستثمار بنشاطات أخرى نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر وساطة الأوراق المالية، تقديم خدمات الاستثمار، عرض المشورة المالية والاقتصادية والإدارية للشركات، والقيام بعمليات الدمج والاقتران & Acquisitions Mergers ما بين الشركات، وعموما تقدم استشارات مالية وفنية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق<sup>1</sup>

\*- مندوبي الحكومة في البورصة :

يتعين وجود مندوب للحكومة في البورصات الرسمية مهمته الإشراف على حركة التعامل للتأكد من سلامتها و عدم وجودها من شأنه أن يؤثر سلبا على حركة البيع و الشراء<sup>2</sup>

ثالثا : طرق التداول بسوق الأوراق المالية :

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ الصفقة الأوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين :

أ-طريقة المفاوضة : و في هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع و أسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط ، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ ، و تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية

ب-طريقة المزايدة : و في هذه الطريقة يتم التزايد على سعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري ، هذا ويتم الإعلان عن الأسعار علنا ، و ينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية ، و التي يتم تسويتها بالتسليم و التسلم الفعلي ، و تظهر هذه العمليات ضمن جدول التداول<sup>3</sup>

المطلب الثاني : العمليات في سوق الأوراق المالية.

تمثل عمليات سوق الأوراق المالية سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة و أخرى آجلة

1-العمليات العاجلة :

وهي العمليات التي يلتزم كل من المشتري و البائع بتنفيذ عقودها ، وذلك بأن يسلم البائع الأوراق المالية و يدفع المشتري ثمنها خلال فترة وجيزة جدا 48 ساعة على الأكثر

<sup>1</sup> - أحمد بوراس ، مرجع سابق ، ص

<sup>2</sup> - بن اعمار بن حاسين ، مرجع سابق، ص 40

<sup>3</sup> - بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 58-60

. و من خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة ، طبيعة الورقة المالية ، موضوع الصفقة و الكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية ن دون أن ننسى السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذ أوامره.

بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة و ذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية.

و يعتمد المتعاملون في سوق الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لواحد من السببين أو لكليهما :

أ- الاحتفاظ بها : يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها و غيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة

ب- المضاربة على ارتفاع أسعارها : فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة.

### 2- العمليات الآجلة :

وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري و البائع على تصفيتها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ما عدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها و تعويضها .

وتجري الصفقة في كل شهر مرة واحدة و ذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوي الصفقات نهائيا بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا و شراء و يتم دفع الثمن و تسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ الصفقة.

بحيث يشترط في الأوراق المالية التي تشتملها عمليات السوق الآجلة أن تكون موجودة بكثرة و أن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة.

و أهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية :

أ- العمليات البائنة و القطيعة أو عمليات بسيطة : يحدد تنفيذها بموعد ثابت يسمى موعد التصفية يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن و تسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة و لا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية إلا للمتعاملين في العمليات البائنة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

ب- العمليات الآجلة بشرط التعويض : و هي العملية التي يلتزم بها كل من البائع و المشتري بتصفيتها في تاريخ معين ، على انه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية و ذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض ، و يتنازل عن تنفيذ الصفقة .



وينقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى :

العمليات الشرطية للمشتري : بحيث يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزماً بالقرار النهائي للمشتري

ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر و هي :

– السعر

– مقدار التعويض

– أجل التصفية.

العمليات الشرطية للبائع : في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقاً.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : أوامر سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في الأسواق المالية و النقدية بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين البائع و المشتري للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة و في الغالب من خلال وسيط عن طريق إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في البيع و الشراء

#### ➤ تعريف أوامر سوق الأوراق المالية :

الأوامر و هي طلبات البيع و الشراء التي يصدرها المستثمرون إلى وكلائهم السماسرة و التي تحوي تنفيذها فيما بعد ذلك<sup>2</sup>

يعرف كذلك الأمر على انه التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لبيع و شراء أوراق مالية معينة<sup>3</sup>

وهي عندما ينفذ الوسطاء و السماسرة عملية بيع و شراء الأوراق المالية لحساب الغير عن طريق ما يعرف ( أسلوب الأوامر )<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - بن اعمار بن حاسين ، مرجع سابق، ص 40-41

<sup>2</sup> - عبير بوضياف ، مرجع سابق ، ص 84

<sup>3</sup> - وليد صاني - أنس البكري، مرجع سابق ، ص 232-234

<sup>4</sup> سيد سالم عرفة ، مرجع سابق ، ص 201

### ➤ أنواع أوامر سوق الأوراق المالية:

هناك أكثر من نوع من الأوامر التي يتلقاها السمسار عن العميل لأجل القيام ببيع أو شراء الأوراق المالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف العميل و توقعاته و تتمثل هذه الأنواع فيما يلي :

#### أ- الأمر بالسعر المحدد :

يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع فيه مسبقا فيحدد السعر الأدنى في حالة البيع و السعر الأعلى في حالة الشراء. ويتم هنا الأمر في الأسواق المالية الضيقة التي يرغب فيها معطي الأمر يتلاقى الفروقات الكبيرة التي يمكن أن تحصل في الأسعار

#### ب- الأمر بالسعر الأول :

يلزم تنفيذ الأمر بأول السعر و عادة ما يبلغ الزبون الوسيط أثناء انعقاد الجلسة عن رغبته بالشراء أو البيع بالسعر الأول الذي تم فيه التسعير ، ويصعب تنفيذ هذا الأمر إذا حصل تأخير معين نتيجة تغير الأسعار اثر العمليات الجارية.

#### ج- الأمر بالسعر الأخير :

وهو الأمر الذي ينفذ عند الأقفال ، وهو يخص عادة السوق الآجلة كما انه يصلح ليوم واحد بالنسبة لآخر تسعير في الجلسة.

#### د- الأمر بالسعر التقريبي :

سعر به مرونة عالية أكثر من السعر الثابت يترك الزبون للوسيط حرية تنفيذ السعر الأعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء و أدنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع

#### هـ- الأمر بالسعر الأفضل :

يترك بعض الحرية أمام الوسيط ، لأنه لا يحدد أسعار الشراء و البيع تماما و لكن يفضل العميل تنفيذ العملية في البورصة حال استلامه الأمر.

#### و- الأمر مع التوقف :

و هي تعني الخسارة المحددة ، و هذا الأمر يهدف إلى أمرين هما :

-المتعامل مع البورصة يمكنه تخفيض خسارته الممكنة

- المتعامل مع البورصة يمكنه من تحقيق ربح معقول

وينقسم هذا الأمر مع التوقف إلى أمرين هما :

- أمر مع التوقف عند الشراء يضع حدا لخسارته

- أمر مع التوقف عند البيع يحقق له ربح معقول

ز- الأوامر المركبة و الأوامر المحددة :

إن الأوامر المركبة أو المرتبطة يمكن تمييزها عن أوامر التحكم أو المسيطر عليها و هي ( الأوامر المركبة ) التي يمكن تنفيذها بالتتابع بينما الأخرى يمكن أن تشمل عمليات متعددة في عدة بورصات.<sup>1</sup>

### ➤ أنظمة التسعير :

و يمكن التمييز هنا من حيث عدة أشكال للتسعير كما يلي:<sup>2</sup>

نقطة التوازن : و تكون نتيجة تلاقي العرض و الطلب عند نقطة معينة

التسعير بالمناداة : يتم التسعير عن طريق المناداة باجتماع الوسطاء في ساحة البورصة و المناداة بأعلى صوت

التسعير بالمعارضة : يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية جميع عروض البيع و الشراء و مجموع هذه التسجيلات يؤدي إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراءه من الأسهم و حدود الأسعار المعروضة

التسعير بواسطة الصندوق : تستعمل عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى توازن عن طريق التسعير بالمعارضة حيث يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص و تقوم إدارة البورصة بتحديد الأسعار وفقا لما يتضمنه الصندوق من عروض و طلبات.

<sup>1</sup> - وليد صافي - أنس البكري ، مرجع سابق ، ص 232

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص 234

### خلاصة:

لقد قمنا في هذا الفصل بتحديد الإطار النظري للأسواق المالية من حيث طبيعتها و أدواتها و هيكلتها حيث رأينا أن الأسواق المالية تتمتع بأهمية بالغة كإطار مؤسسي قائم يعمل على تسهيل انسياب الأموال من المدخرين إلى المستثمرين ولقد تطرقنا لهيكل السوق المالي و الذي يتكون من عدة أسواق و جدت لتجميع البائعين و المشترين للأوراق المالية فهي الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأوراق المالية ، ويشمل السوق سوقين هما : السوق الأولي أو ما يعرف بسوق الإصدار و السوق الثانوي الذي يتعامل في الأوراق المالية بهدف المضاربة لتحقيق أرباح. كما تم التطرق إلى الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق و مختلف آليات تنظيم و سير الأوراق المالية.

تمهيد:

تعد كفاءة السوق المالي أولى المهام التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها ,حيث يشكل ذلك حافزا للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار في السوق ,وكذلك يؤدي إلى دخول مستثمرين جدد ,وبالتالي تحقيق أهداف السوق.وتكتسي العلاقة بين أسعار الأوراق المالية و المعلومات أهمية بالغة بين الأطراف المكونة للسوق الكفاء,حيث تقوم نظرية السوق الكفاء على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت و بدون تكلفة و تتباين درجة كفاءة السوق المالي وفقا لنوعية المعلومات المتاحة.

ومن أجل دراسة هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث :

فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية.

كفاءة السوق المالي و نظام المعلومات المالية.

دور كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستثمارات .

### المبحث الأول : فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة.

### المطلب الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها

#### الفرع الأول : مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن تعريفها على أنها السوق التي تحقق التخصيص الأمثل للموارد ويتطلب ذلك توافر كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل.<sup>1</sup>

فهي السوق التي تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة و بدقة.<sup>2</sup>

كما يمكننا القول بأنها تلك السوق الذي تكونت فيه حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيه مساوية تماما لقيمتها الحقيقية , وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.<sup>3</sup>

و بتعريف آخر هي السوق التي يجري فيها تبادل الأدوات الاستثمارية بسهولة وذلك عند أسعار قريبة من القيم الحقيقية (لهذه الأدوات) , حيث يتحقق التوازن مع قبول طرفي (الطلب و العرض) بهذه الأسعار.<sup>4</sup>

● و بهذا يمكننا أن نعرف السوق المالي الكفاء على أنه :

هو السوق الذي يتصف برشاده في اتخاذ القرارات الاستثمارية و تكون فيه مختلف المعلومات صحيحة و متاحة للجميع في نفس الوقت والذي يتوفر على منافسة تامة و هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة.

- بالمعنى العام نقول عن السوق المالي بأنه كفاء إذا حقق الأهداف الآتية بصفة مرضية و هي:<sup>5</sup>

- توزيع أمثل للموارد.

<sup>1</sup>- حسان خضر, تحليل الأسواق المالية ,سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية , العدد 27,مارس 2004,السنة الثالثة

<sup>2</sup>- بن اعمر بن حاسين - الحسين جديدين - محمد بن بوزيان ,كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية :دراسة حالة بورصة السعودية,عمان,تونس و المغرب, مجلة أداء المؤسسات الجزائرية ,العدد 2013/02,ص 250

<sup>3</sup>- يوسف مسعودي, كفاءة الأسواق المالية العربية:دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر و السعودية و مصر, مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة , العدد 2013/42,ص 123

<sup>4</sup> - هوشيمار معروف كاكنا مولا ، مرجع سابق ، ص 73

<sup>5</sup>- شوي بو رقية ، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية, مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير , جامعة فرحات عباس سطيف, العدد 10 سنة 2010 ص137

-تقييم عادل للمعلومات.

-الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة .

فهي تهدف إلى التوزيع الفاعل لرؤوس الأموال بين المقرضين(المدخرين)و المقترضين(المستثمرين).<sup>1</sup>

فالتوزيع الأمثل للموارد يتم من خلال تحقيق كفاءة تشغيلية عالية للسوق المالي يتحقق من خلالها الدور الأساسي الذي وجد من اجله السوق المالي ألا و هو توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية و توفير السيولة

أما عن التقييم العادل للمعاملات فيتم من خلال تحقيق ما يعرف بالكفاءة التسعيرية أو ما يعرف بالكفاءة المعلوماتية.

ويكون السوق المالي كفاء عند هذا المستوى اذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار و في اللحظة ذاتها التي تصل فيها .وبالتالي فان سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمته الحقيقية.<sup>2</sup>

• ويقوم السوق المالي الكفاء على ثلاث كفاءات:

#### 1- كفاءة التخصيص :

.وهي تعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتاحة المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة(بعد طرح هامش المخاطرة)

وذلك توافقا مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسهم أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار أو بشراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل أن تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع وإن الأهم من كل ذلك هو الحصول على أدوات تتضمن عوائد مستقرة أو متنامية.

#### 2- كفاءة المعلومات:

و تتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد وتحليل و تطوير المعلومات المتسمة بالدقة و الشمولية . و تمثل هذه المعلومات جوهر السوق المالية الكفؤة .وهنا من الضروري التأكيد على المعلومات المطلوبة لضمان شفافية السوق يتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية (المالية و النقدية) للأدوات المتداولة و للجهات المصدرة لهذه الأدوات و للظروف السائدة في السوق و الاقتصاد.

<sup>1</sup> - محفوظ جبار ،إختبار ضيغة الكفاءة المتوسطة للسوق المالية الجزائرية للفترة1999-2004:دراسة تجريبية , المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ,المجلد العاشر العدد

الأول,2007,ص79

<sup>2</sup> - حشايشي سليمة ،مرجع سابق ، ص 8

وعليه لا بد وان تصل المعلومات إلى عناصر التحليلين الأساسي والتكتيكي على حد سواء. و تشمل عناصر التحليل الأول قوائم الميزانية و حسابات الربح و الخسارة و بيانات القيم الفعلية و الطبيعية لحصص المساهمين و كشوفات عوائد الشركات و وجوداتها و إدارتها و حصصها و مخاطرها... هذا بالإضافة إلى المعلومات الخاصة بالصناعات التي تنتمي إليها الشركات و يتم تحليل مؤشرات العلاقات الهيكلية و معدلات النمو للاقتصاد المعني.

وبالنسبة لعناصر التحليل التكتيكي فإنها تشمل الحقائق المهمة بالأسواق المالية من المداخل مثل أسعار الأدوات و إحجام المبيعات و نشاطات التبادل و كل ما يتعلق بالتغيرات الجارية في مؤشرات السوق بشكل يومي أو لبضعة أسابيع أو حتى لفترات أطول .

### 3- كفاءة العمليات:

و هي تركز على تخصيص الأموال و متابعة المعلومات و إعداد و تنفيذ الصفقات فتكون هذه الكفاءة في النهاية العامل الحاسم في تعظيم كفاءة السوق ككل.

وهنا يفترض احتزال الإجراءات و تخفيض التكاليف وتوافر المتاجرين و السماسرة الأكفاء الذين يجمعون المشترين و البائعين مقابل مكافآت عادلة و يلتزمون بالاحتفاظ بجزء من الأدوات غير المطلوبة فيكونون مستعدين لشراء هذه الأدوات أو بيعها عند الأسعار المعلنة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها , وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها...

كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا... ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من :

### 1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):

وهي تتحقق عندما تتوافر المعلومات و البيانات الجديدة في وقت ملائم دون أن يتكبد المتعاملون في سبيل الحصول عليها تكاليف مرتفعة مع تكافؤ فرص الحصول عليها و الاستفادة منها.

<sup>1</sup> - هوشمار معروف كاكما مولا ، مرجع سابق ، ص 75



## 2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):

ويقصد بها قدرة السوق على تحقيق التوازن بين العرض و الطلب دون أن يتكبد المتعاملون تكاليف عالية , ودون أن يتاح لصناع السوق فرصا لتحقيق هامش ربح مغالى فيه.

• وفي مجال كفاءة سوق الأوراق المالية يتم التمييز بين:

أ- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية: وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها :

- عدم وجود قيود على التعامل, حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أى كمية من الأسهم , مهما صغر حجمها , بسهولة ويسر نسبيا, مما يعني قابلية الأوراق المالية للتجزئة.

- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين , وبدون تكاليف إضافية , و بما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر أي منهم على حركة الأسعار في السوق, وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

- تتمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي , و بالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة...

وهذه الشروط لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتحقق في الواقع العلمي , فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات و التنظيمات, وهناك تكاليف للمعاملات... الخ وهذه تؤدي إلى وجود اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية و القيمة المحورية لها, وهذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم و تطور الأسواق المالية.

ب- الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية :

وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة , وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات و المعلومات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف , و يكون المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية , وبالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت...

وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية, فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمع بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات المتدفقة إلى

السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات المتدفقة إلى السوق ,وبما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة المحورية للورقة المالية.

- وبصفة عامة ,فإن الكفاءة في سوق الأوراق المالية تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة ,و إن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات المالية تتمثل في :<sup>1</sup>

- التأخير في نشر المعلومات و البيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين و اعتمادهم على مصادر أخرى و أسرع.
- عدم كفاية المعلومات و البيانات للقيام بتحليلات و تقديرات علمية سليمة لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

### المطلب الثاني : خصائص و مقومات كفاءة الأسواق المالية

#### الفرع الأول : خصائص كفاءة الأسواق المالية

- وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:
- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم .
  - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين ,مستثمرين ,الإدارة ,الجهات الحكومية ,مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
  - حرية تامة في تداول الأوراق المالية ندون أي قيود ضريبية , كما انه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
  - وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
  - في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.
  - تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية , وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج على معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

<sup>1</sup> - صلاح الدين حسين السيسى ، بورصات الأوراق المالية ، عالم الكتب نشر توزيع طباعة ، الطبعة الأولى 2003 ، ص 332- 343

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.<sup>1</sup>

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

### الفرع الثاني : مقومات كفاءة الأسواق المالية

تعتبر كفاءة التسعير و التشغيل المطلبين الأساسيين و الضرورين لكي يتصف السوق بدرجة و لو نسبية من الكفاءة . و بالإضافة إلى هذين المطلبين هناك مجموعة أخرى من المقومات أجمع أغلب الاقتصاديين على توفرها حتى يتحقق للسوق الكفاءة المنشودة , كما أنها تعبر عن مدى تطور كفاءة السوق المالي و التي تتمثل في :

أ- دقة و سرعة وصول المعلومات : يقوم السوق المالي بتزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة و في الوقت المناسب , سواء تعلقت هذه المعلومات بالمستوى الجزئي (حول المنشآت المسجلة بالسوق ) أو المستوى الكلي (مستوى القطاعات الاقتصادية ) بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية المحلية الدولية... الخ إن الهدف من توفير هذه المعلومات هو إعطاء فرصة لكافة المتعاملين من تقييم الأصول المالية التي همهم , و بالتالي كشف المنشآت التي تعمل بكفاءة و لديها فرص استثمارية واعدة في المستقبل , و الأخرى التي تفتقد للكفاءة و الفرص الاستثمارية المستقبلية , و بالتالي فإن دقة و سرعة وصول المعلومات تزيد من فعالية تخصيص الموارد إلى المنشآت و القطاعات ذات المزايا النسبية

ب- السيولة : يقصد بالسيولة إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة و بسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية . إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي , و ذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة , من خلال كثرة التعاملات عليها , عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة حيث أن أسعارها تعكس ببطء المعلومات المتاحة نظرا لقلّة حجم التعاملات عليها . كذلك فإن سمة السيولة تسهم بشكل كبير في زيادة الكفاءة التخصّصية للموارد بسبب أن الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة يكون سعرها أكبر من الأوراق المالية التي لا تتاح لها هذه الميزة, نتيجة لانخفاض درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار فيها ( الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة ) , مما يجعل أغلب المستثمرين يقدمون على شراء هذا النوع من الأوراق المالية و منه تتأثر القيمة السوقية للمنشأة المصدرة لها كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - مفتاح صالح - معاري فريدة ، مرجع سابق ،ص182

<sup>2</sup> - شوقي بو ربة ,مرجع سابق ،ص140

- بطريقة مباشرة من خلال ارتفاع القيمة السوقية للسهم نتيجة سيولته و منه ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة.

- بطريقة غير مباشرة من خلال بيع الأسهم بقيمة مرتفعة نتيجة سيولتها و بالتالي زيادة حصيلة الإصدار مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال و منه ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة

ج- عدالة السوق : تعني عدالة السوق إتاحة الفرص متساوية لجميع المتعاملين للتعامل في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث انه في الأسواق المالية, تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات و إتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي , كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض و الطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة(ساعة أو أكثر ) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

د- حجم السوق : يقاس حجم السوق من خلال المؤشرين الآتيين :

- مؤشر رسملة السوق : فإن هذا المؤشر يساوي قيمة الأسهم المقيدة /قيمة الناتج الداخلي الخام . و يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار ايجابية على كفاءة السوق المالي لأن ارتفاعه يعني زيادة تعبئة الموارد و منه اتساع القاعدة الاستثمارية , وهذا يؤدي إلى

تنافس بين أعوان العجز من اجل الحصول على موارد مالية , مما يسهم في نشر المعلومات التي تمنح فرصة لأعوان الفاضل اختيار ما يناسبهم من أصول مالية

- عدد الشركات المسجلة : حيث يعبر هذا المؤشر عن مدى اتساع حجم السوق من حيث القطاعات الاقتصادية و الأحجام المختلفة للشركات المسجلة مما يعني تنوع الفرص الاستثمارية أمام المتعاملين .

هـ- درجة التركيز : يعني هذا المؤشر نسبة مساهمة الشركات العشرة الأوائل في رسملة السوق, وكلما انخفضت هذه النسبة , كلما ذل على كثرة الشركات المقيدة وتنوعها ,ومنه اتساع و تنوع القاعدة الاستثمارية , و هذا ما يدعم تطور كفاءة هذا السوق المالي.

و- الهيكل المؤسسي التنظيمي : من المقومات الأساسية للحكم على مدى تطور كفاءة السوق المالي وجود هيكل مؤسسي و تنظيمي يساعد على رفع الأداء و تحقيق الكفاءة ,وتشير مؤسسة التمويل الدولية إلى وجود عدد من المؤشرات يمكن من خلالها الحكم على مدى ملائمة الهيكل المؤسسي و التنظيمي وهي:

- مدى نشر المعلومات : إن من أهم محددات ملائمة الهيكل التشريعي و التنظيمي وجود قوانين تجبر الشركات الإفصاح عن المعلومات الضرورية المتعلقة بما,لأنه كلما زادت ونظمت عملية الإفصاح زاد ذلك من كفاءة السوق المالي.

- المعايير المحاسبية : نظرا لاتساع ظاهرة الانفتاح المالي أمام الاستثمارات الأجنبية المختلفة , أصبحت القوانين و التشريعات المتعلقة بالأسواق المالية تلزم الشركات بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة من اجل توحيد الطرق التي تحسب من خلالها النتائج , وبالتالي فكلما زاد السوق المالي من إجبارية القوانين المتعلقة بإتباع المعايير الدولية للمحاسبة كلما دل ذلك على تطور الكفاءة به .

- قوانين حماية المستثمر: كلما زادت قدرة قوانين السوق المالي على حماية المستثمرين كلما دل ذلك على تطور كفاءة هذا السوق .

- العوائق على الاستثمار الأجنبي و تحويل الرساميل : كلما انخفضت العوائق على دخول وخروج المستثمرين الأجانب وتحويل رؤوس الأموال من و إلى السوق المالي , كلما دل ذلك على زيادة كفاءته , نظرا لإتاحة الفرصة أمام جميع المتعاملين و المستثمرين دون تمييز .

### المطلب الثالث : مستويات كفاءة الأسواق المالية

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات , حيث أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا فقد قام عالما التمويل المشهوران "هارري روبرت و بوجين فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاثة مستويات , حيث تحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة و المعلومات المتاحة وهذه المستويات كالتالي :

أ- المستوى الضعيف: أي أن أسعار الأسهم المتداولة تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم , و بمعنى آخر إن أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض وهذا بالتالي يؤدي للاستنتاج بأنه غير ممكن تحقيق أرباح غير عادلة في ظل وجود سوق كفؤ وهذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل . و بالتالي فإنه حسب هذه النظرية فإن المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية . لان كافة المعلومات عكست بالأسعار الحالية.<sup>1</sup> و تعكس الأسعار عند هذا المستوى المعلومات الماضية (التاريخية) المتعلقة بالتغير في أسعار و إحجام التداول , وهذا معناه استحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية بالاعتماد على هذه المعلومات لأنه ثبت لنا سابقا أن لا علاقة تربط بين الأسعار لأن حركتها عشوائية.<sup>2</sup>

ب- المستوى الشبه قوي: عندما نكون أمام حالة كفاءة متوسطة فإن الأسعار في السوق تعكس بشكل تام المعلومات المتوفرة من خلال الأسعار السابقة في البورصة , إضافة إلى المعلومات الخاصة بالسوق في مجمله أو بأي أصل مالي معين شرط أن تكون معلنة للجمهور.<sup>3</sup> أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية و الحالية (معلومات متاحة

<sup>1</sup> - حسني علي خرووش - عبد المعطي رضا ارشيد - محفوظ أحمد جودة , الأسواق المالية مفاهيم و تطبيقات , دار زهران للنشر و التوزيع, المملكة الأردنية الهاشمية, الطبعة الأولى 2012, ص157

<sup>2</sup> - صفية صديقي , مرجع سابق , ص 8

<sup>3</sup> - عبد اللطيف طيبي, مرجع سابق , ص15

للجميع) وإن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة و المعلومات المتاحة للجميع , و السبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية و التاريخية قد عكست أولاً بأول في أسعار الأسهم.

ت- المستوى القوي: أي أن أسعار الأسهم ينعكس فيها المعلومات الحالية و التاريخية و الخاصة (المعلنة و غير المعلنة), ولا يقتصر على المعلومات الحالية و التاريخية المتاحة للجميع , وإنما تمتد أيضاً للمعلومات الخاصة , أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة , لأن هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة , و التنافس بين أولئك الذين يملكون القدرة على الحصول على المعلومات الخاصة سوف ينعكس على الأسعار المتداولة بسرعة.<sup>1</sup>

و في حالة الكفاءة التامة فإن جميع المعلومات (ماضية أو حاضرة , معلنة أو سرية) محتواة في سعر السهم فحتى الذين يملكون القدرة إلى الوصول على معلومات امتيازيه , لا يستطيعون استخدامها للحصول على نتائج أعلى من استثمارهم.<sup>2</sup>

الجدول رقم ( 3-1 ) : مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية.

المواصفات	المستوى
تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات التاريخية و المنشورة و الخاصة ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوى القوي
تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية و المنشورة ولا يستطيع المستثمر ان يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأنها تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية.	المستوى شبه القوي
تعكس الاسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط و يستطيع المستثمر أن يحقق عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوكاً عشوائياً ولا يتمكن مع وجود ذلك السلوك من أن يتنبأ بالأسعار.	المستوى الضعيف

المصدر : زياد رمضان , مروان شموط الأسواق المالية , الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات , القاهرة , مصر , الطبعة الثالثة , 2014 ص 206

<sup>1</sup> - حسني علي خربوش - عبد المعطي رضا ارشد , مرجع سابق , ص 157

<sup>2</sup> - فيصل حمدي , تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة إشارة لحالة الجزائر و المغرب , مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم الإقتصادية , تخصص دراسات إقتصادية , جامعة قاصدي مبراح ورقلة , 2006 , ص 22

✓ و على أية حال يعتمد نموذج السوق المالية الكفؤة على عدد من الفرضيات نذكر منها:

1- سيادة نظام المنافسة الصافية و بخصائصه الرئيسية:

- وجود عدد كبير من المشاركين المتنافسين في السوق , يبحثون عن تعظيم الأرباح و يقومون بتحليل ظروف السوق و يقيمون الأدوات بشكل مستقل عن الآخرين.

- عدم تحكم أي من المشاركين في الأسعار السائدة بل في كميات تعاملهم بأدوات الاستثمار المتداولة.

- توافر الشفافية التامة في السوق وذلك حيث تنتشر كافة المعلومات المتعلقة بالأدوات المتداولة بصيغة عشوائية و بشكل واضح و مستقل عن غيرها من البيانات.

2- يجري إعداد و تحليل و نشر المعلومات بتكاليف زهيدة نسبيا , ولا يظهر أي تمايز و بأي شكل من الأشكال في إيصال المعلومات حتى تكون في متناول جميع الراغبين في الاستثمار و المتعاملين و الوسطاء و العاملين في السوق المعنية.

3- يقوم المستثمرون المتنافسون بتعديل أسعار الأدوات المتداولة بسرعة لتعكس تأثير المعلومات الجديدة ودون أن يترتب على المعلومات السابقة مثل هذا التأثير. كما ولا يمكن التنبؤ بتغيرات الأسعار المستقبلية وبالتالي لا يجري التحضير المسبق لأي تعديلات في هذه التغيرات

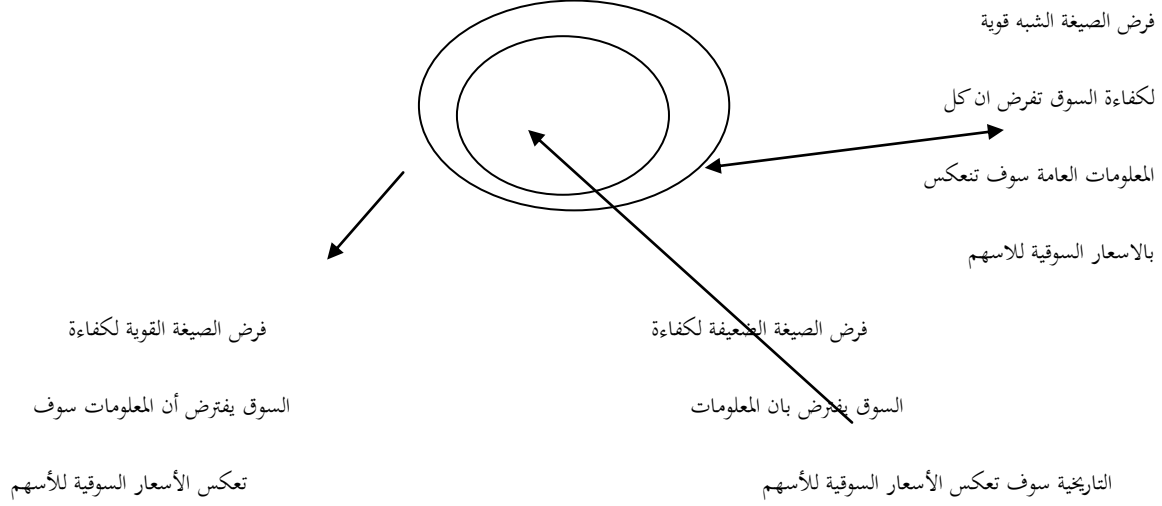
4- لا يشترط في التعديلات المتأثرة بالمعلومات الجديدة أن تكون كاملة غير أنه من الضروري في هذه التعديلات ألا تحمل اتجاهات شاذة تهدد بتقلبات بعيدة عن التوازن. إن المنافسة ستكون كفيلة بتعديل الأسعار في النهاية.

✓ و بهذا يتضح من خلال الشكل أدناه: بأن الأسواق سواء كانت من درجة ضعيف أو درجة نصف قوي او درجة

قوي فهي جميعها أسواق كفؤة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة و الملائمة التي تعكسها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - مصطفى يوسف كافي ، مرجع سابق ، ص53

الشكل رقم (3-1) : المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم



المصدر: مصطفى يوسف كافي مرجع سابق ص 53.

### المبحث الثاني : كفاءة السوق المالي و نظام المعلومات المالية

تعتبر المعلومات من أهم الأركان الفاعلة لنجاح و تطور أسواق الأوراق المالية ، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية و تحقيق التخصص الكفاء للموارد.

#### المطلب الأول : مفهوم و ركائز الكفاءة المعلوماتية

##### الفرع الأول : مفهوم المعلومات

##### أولا : تعريف المعلومات

تعرف المعلومات على أنها عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى و قيمة للمستفيد الذي يقوم بدوره بتفسيرها و تحديد مضمونها من اجل استخدامها في صياغة القرارات.<sup>1</sup>

حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ، فيتغير سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة. و من تم ملاحظة وجود علاقة قوية بين أسعار الأوراق المالية و خاصة الأسهم و ما بين البيانات و المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق.

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين - لحسن جديدين - محمد بن بوزيان ، مرجع سابق، ص 255



و وفقا لمفهوم الكفاءة ، يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ، وعلى وجه السرعة ، لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم . حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.<sup>1</sup>

ثانيا : خصائص المعلومات يمكن النظر الى المعلومات من حيث خصائصها ، من جوانب مختلفة حسب احتياجاتها و استخدامها من طرف المستفيدين منها . كما يوضحها الشكل الآتي :

الجدول رقم ( 3-2 ) : خصائص المعلومات :

خصائص التوقيت	خصائص المحتوى	خصائص الهيكل أو الشكل
ملائمة الوقت	الاتصال بالموضوع	درجة التفصيل
الحدائة	الملائمة	أسلوب العرض
معدل توفير المعلومات	الاكتمال	الوضوح
الفترة الزمنية التي تغطيها المعلومات	النظافة	الترتيب
	الدقة	الوسائط

المصدر : بن اعمر بن حاسين مرجع سابق ص 88

أ- خصائص التوقيت : تتجلى فيمايلي :

ملائمة الوقت : يجب أن يتم توفير المعلومات عند الحاجة إليها

الحدائة : يجب أن تعكس المعلومات أحداث المجريات حول موضوع معين.

معدل توفر المعلومات : يجب توفر المعلومات بالمعدلات المطلوبة.

الفترة الزمنية التي تغطيها المعلومات : تقديم المعلومات عن الماضي و المستقبل

ب- خصائص المحتوى : و هي كالآتي :

الاتصال بالموضوع : يجب توفر المعلومات المطلوبة لا غير

<sup>1</sup> - يوسف مسعداوي ، مرجع سابق، ص 122

الملائمة : يجب أن تكون المعلومات ملائمة لاحتياجات المستخدم.

الاكتمال : يجب توفير كل المعلومات المطلوبة.

النطاق : يجب أن تكون المعلومات واسعة النطاق.

الدقة : يجب أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء.

خصائص الهيكل : و يمكن تفصيلها فيما يلي :

درجة التفضيل : يجب أن تكون هناك قدرة على توفير المعلومات في صورة ملخصة و تفصيلية.

أسلوب العرض : يجب أن يكون هناك العديد من البدائل لعرض المعلومات في نصوص و أرقام و أشكال.

الوضوح : يجب توفير المعلومات في صورة سهلة للفهم

الترتيب : يجب عرض المعلومات في ترتيب منطقي.

الوسائط : يجب أن تكون هناك إمكانية توفير المعلومات من خلال وسائط متنوعة مثل المستندات.

### الفرع الثاني: ركائز الكفاءة المعلوماتية

تتمثل مصادر المعلومات المالية في مايلي <sup>1</sup>:

أ- التقارير التي تنشرها الشركات : تتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة ،

هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي ، أو ربع سنوي ، أو في شكل نشرات إخبارية.

ب-التقارير التي تنشرها شركات السمسرة : تقوم شركات السمسرة بنشر المعلومات عن طريق الكمبيوتر on line للتعرف على

التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، و من أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم دليل المستثمر عن طريق شبكة الكمبيوتر

التي تتيح له المفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتنوعة.

### المطلب الثاني : دور و أثر عدم تماثل المعلومات المالية

<sup>1</sup> - مفتاح صالح - معارف فريدة ، مرجع سابق ، ص 184

### الفرع الأول : دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية و على هذا الأساس فان نجاح كفاءتها يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في :

- إظهار الإعلان المالي و دوره في ضبط حركة السوق المالي و هو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين الفرص الاستثمارية.<sup>1</sup>
- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي لوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية بحيث يتم تقديم القيمة الحقيقية لأسهم الشركات و تقييم الموقف المالي للشركات ذاتها
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها و درجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلي احتياجات المستثمرين.<sup>2</sup>
- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا ، و المتمثلة في توزيعات الأرباح و أيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وبتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.

### الفرع الثاني : أثر عدم تماثل المعلومات المالية

تبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلبا على القرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية بحد ذاتها من جهة أخرى . أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون ( مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبا عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي و ذلك قبل نشرها في التقارير و القوائم المالية ) ، فشعور أحد المستثمرين بعد مساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفييل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها ، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق و تناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما .

و بالاضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات و تناقص السيولة و بالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق ، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يجول سوق الأوراق المالية إلى سوق المضاربة

<sup>1</sup> - مفتاح صالح - معاري فريدة . مرجع سابق . ص 182

<sup>2</sup> - بن اعمر بن حاسين - لحسن جديدين - محمد بن بوزيان ، مرجع سابق ، ص 258-259

العشوائية تقود الى التسعير الخاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم ، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفاء للموارد المالية المتاحة .

و قد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات و البيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين . ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق بعض العوائد الزائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية.

أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير و القوائم المالية المنشورة ، بحيث يفشل المتعاملين في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية ، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : النظرية المالية و تخفيض عدم تماثل المعلومات

يمكن التطرق إلى النظرية المالية فيما يخص تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج ، نماذج بإشارات مالية ، ونماذج بمكنزات محرضة :

#### أ- نماذج بإشارات مالية :

تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها ، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان للتعريف بالميزات الجيدة للمؤسسة.

فمن خلال المتغير المالي ( الإشارة ) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح للعامة عن معلومات تسمح للأعوان بالتفريق بين مشاريعها و المشاريع الأقل نوعية

وهناك من يقترح استعمال الخيارات او المشتقات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم التماثل أو استعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.<sup>2</sup>

#### ب- نماذج بمكنزات محرضة :

ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان ، يشترط معرفة نوعية المؤسسة ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة و العلاقة مع العملاء،

<sup>1</sup> - بن عمر بن حاسين - الحسن جديدين - محمد بن بوزيان ، مرجع سابق ، ص 259

<sup>2</sup> - شوقي بوقبة ، مرجع سابق ، ص 148

كما يشجع المحيط القانوني من الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة ، وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي و الرفع من كفاءته إلا بتوفر معلومات كافية و ملائمة و في الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ القرارات.

ولهذا يعتبر تشجيع و إجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات و تحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

### المبحث الثالث: دور كفاءة سوق الأوراق المالية في تخصيص الاستثمارات

تؤدي أسواق الأوراق المالية الكفؤة دورا حيويا ذا أهمية بالغة للاقتصاد الوطني ككل. ويتمثل هذا الدور في تحقيق الكفاءة العالية في توجيه الموارد نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر ربحية

#### المطلب الأول : تأثيرات أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

يساهم تطور أسواق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات و تمويل الأنشطة الاستثمارية ، من خلال توفير الأوعية الادخارية من حيث السيولة و الربحية و المخاطرة . وبالتالي تساهم أسواق الأوراق المالية المتطورة على نحو جيد في تخفيض تكاليف تعبئة المدخرات عن طريق تيسير فرص للوصول إلى إمكانات الاستثمار الأكثر مرد ودية

كما تساهم الأسواق المالية المتطورة في تحسين عوائد و كفاءة الاستثمارات. باعتبار التخفيف من حدة المخاطر التي تتضمنها الاستثمارات في الأوراق المالية من خلال اندماج الأسواق المالية في سوق العالمية من أهم العوامل المؤثرة إيجابيا على النمو الاقتصادي.<sup>1</sup>

ويمكن القول أن لسوق الأوراق المالية أن تؤثر على النمو الاقتصادي بطريقة غير مباشرة من خلال تحفيزها للمسيرين على الإدارة الجيدة للشركات ، بتمكن أصحابها من ربط مكافأة المديرين بقيمة الشركة مما يخفف من مشكلات الوكالة عن طريق إدخال التوازن بين الحوافز و مصالح المديرين . ويكون هذا الربط فعالا سيما إذا كانت السوق تتسم بمستوى كفاءة قوي . ومن شأن الربط بين مكافأة المديرين و بين مصالح المالكين تعظيم قيمة الشركة و تعزيز الكفاءة التخصصية للسوق ، و بالتالي دفع معدل النمو الاقتصادي نحو الأمام .

و مع ذلك ، فإن السيولة المرتفعة للسوق قد تجعل المستثمرون لا يبالون بمستوى أداء الشركات ، كما أن انتشار المخاطرة على قاعدة واسعة من المستثمرين يقلل من مستوى مراقبتهم لأداء الشركات المدرجة في السوق.

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية ، مرجع سابق ، ص 162

المطلب الثاني : كفاءة سوق الأوراق المالية و تخصيص الموارد

يقصد بمصطلح تخصيص الموارد في النظام الاقتصادي بتوجيه الأصول نحو المشاريع الاستثمارية أكثر مردودية و الأقل تكلفة، تقوم السوق في النظام الاقتصادي بتوجيه و تخصيص الموارد المتاحة نحو الاستثمارات ذات الجدوى الاقتصادية بالاعتماد على جهاز السعر في السوق.

و في السياق ذاته يؤدي التغير المستمر في أسعار الأوراق المالية في السوق في ظل التدفق الآني للمعلومات إلى تخصيص الموارد المالية نحو الاستثمارات الكفؤة بما يسمح بالتخصيص الفعال للموارد.

وبصدد تخصيص أو توجيه الموارد تقوم سوق الأوراق المالية بدورين متميزين أحدهما مباشر و الآخر غير مباشر

ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما ، فهم في الحقيقة يشتركون عوائد مستقبلية يتوقع أن يدرها الاستثمار في هذا السهم . و يعني هذا أن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق يمكنها عندئذ وبسهولة إصدار المزيد من الأسهم ، بل يبيعها بسعر ملائم على نحو يؤدي إلى زيادة حصيلة إصدارها.

أما الدور الغير المباشر : يتجلى في إقبال المستثمرين على التعامل بالأسهم التي تصدرها الشركة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار السندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية. و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة مقبول.

وفضلا عن ذلك فان انتعاش أسعار الأوراق المالية في قطاع معين ، سيجعل من هذا القطاع عاملا مشجعا على دخول شركات جديدة ، و يترتب على ذلك زيادة المعروض من هذا النشاط لتتجه الموارد كنتيجة لذلك نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة.

و بهذا تقوم الكفاءة المعلوماتية أو كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية بتخصيص الموارد المالية و ذلك من خلال دورين أساسين هما : الدور الأمامي و الدور الخلفي . ويقصد بالدور الأمامي للسعر سعي المتعاملين في السوق نحو الحصول على المعلومات الخاصة بالأرباح المستقبلية المتوقعة من الفرص الاستثمارية الجارية، و هنا تؤثر المعلومات على القرار الاستثماري الذي يتغير بناء على توقعات تغير الأسعار في المستقبل. أما الدور الخلفي للسعر فيقصد به الاعتماد على تقييم الاستثمارات من خلال بحث عن اتجاه تغير السعر في الماضي، الأمر الذي يعطي مؤشرا جيدا على مدى جودة و كفاءة القرارات الاستثمارية بما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري حاضرا أو مستقبلا.

وبهذا تؤدي سوق الأوراق المالية دورا خلاقا في إنتاج المعلومات و ترشيد القرارات الاستثمارية . ويتوقف اتخاذ القرار الاستثماري على المعلومات المتدفقة من لحظة إلى لأخرى ، فعندما يتجه السعر للانخفاض بناء على ورود معلومات غير سارة يكون لدى

المتعاملين حافز ضعيف للاستثمار ، أما في حين ارتفاع السعر نتيجة ورود معلومات سارة إلى السوق بافتراض أن السوق كفاءة سيدفع المتعاملين نحو توسيع استثماراتهم لجني المكاسب الناجمة عن ارتفاع الأسعار.

وعلى هذا الأساس تتطلب الكفاءة العالية لتخصيص الموارد المالية ضرورة توافر سمتين أساسيتين ألا وهما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على الكفاءة الاقتصادية

يتفق الاقتصاديون في مجال الاستثمار المالي علو وجود علاقة وطيدة بين تطور كفاءة سوق الأوراق المالية و تطور الكفاءة الاقتصادية في المجتمع . ويعتمد تخصيص الاستثمارات على معدل العائد على الاستثمار و تكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن سعر الوحدة الواحدة من رأس المال المستخدم في التمويل.

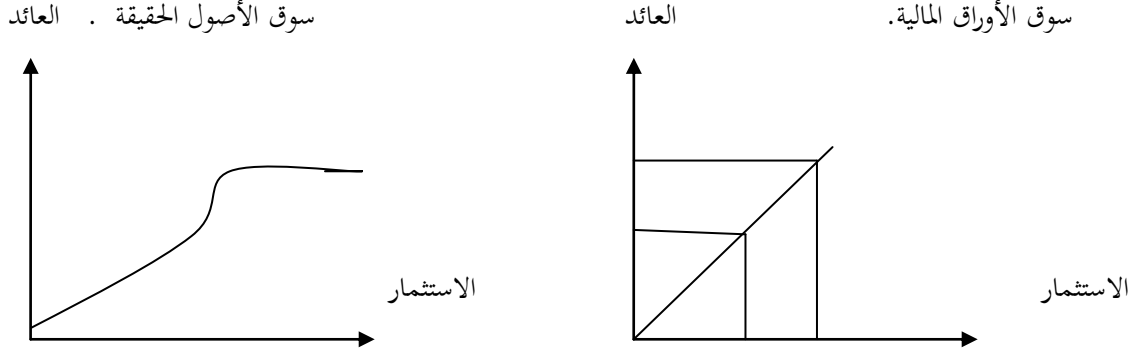
ويقارن المستثمرون عادة الطلب على الأوراق المالية بأسعار الفائدة الممنوحة و العائد المتوقع من الفرص الاستثمارية الأخرى لأغراض الاستثمار في تلك الأوراق . و بهذا يبدو أن إتاحة قدر من المعلومات عن المستويات المختلفة لأسعار الفائدة و معدلات العوائد المحلية و المستقبلية يعتبر مسألة في غاية الأهمية في عملية المفاضلة و تكوين القرار الاستثماري .

وعلمياً يتم تخصيص الموارد المالية للاستثمارات بكفاءة و ذلك عندما تتساوى الأسعار في السوق مع المعدل الحدي للعائد . ففي السوق الكفوءة تستغل كافة الفرص المتاحة بما فيها تلك التي لم تستغل مسبقاً . فتصبح التكلفة الفرضية للأداة الاستثمارية المتداولة مساوية للصفر . وكل ذلك بفضل المعلومات المتاحة حول الأداة المعنية و السوق التي تتداول فيها تلك الأداة وبهذا يوضح الشكل مقارنة بين أوجه الاستثمار في سوق الأوراق المالية و الاستثمار في الأصول الحقيقية .

ويشير خط فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى وجود علاقة طردية بين كمية الاستثمار و العائد على الاستثمار ، إذ كلما زادت كمية الاستثمار و هو ما يعبر عنه الخط المستقيم في الشكل . حين يميل منحني فرص الاستثمار في الأصول الحقيقية نحو اليمين بعد فترة من الاستثمار ليؤثر على ثبات العائد بعد فترة من زيادة الاستثمار . ويوضح هذا المنحنى كمية الأصول الواجب استثمارها في الأصول الحقيقية.

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية ، مرجع سابق ، ص 168

الشكل رقم ( 3-3 ) : منحني فرص الاستثمار.



المصدر : ايهاب الدسوقي ، اقتصاديات كفاءة البورصة ، دار النهضة العربية ، القاهرة 2000 ، ص 160-107.

و يبين الشكل التالي العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية و الكفاءة الاقتصادية ، حيث يعبر عن العرض و الطلب الكلي على رأس المال في الاقتصاد وفقا للعلاقة بين معدل العائد و الحجم السوقي للأوراق المالية (كمية رأس المال في البورصة) . وتتجلى هذه العلاقة في وجود سعرين أحدهما لطلبات الشراء و الآخر لطلبات البيع . ويتوقف سعر الشراء على السيولة و المعلومات المشجعة على الشراء ، حين يعتمد سعر البيع على حاجة المتعاملين إلى السيولة و المعلومات غير المشبعة على الاستثمار في ورقة ما . و يحدث التغير باستمرار بين قوى البيع في السوق وفقا لورود المعلومات إلى أن يحدث توازن . ويأخذ السعر التوجيهي للاستثمارات في سوق الأوراق المالية بالاعتماد على التوقعات المستقبلية الصيغة العامة التالية :

$$\text{السعر} = \text{القيمة الحالية للتدفقات} - \text{القيمة الحالية لتعويض الإدارة} + \text{القيمة السوقية للشركة.}$$

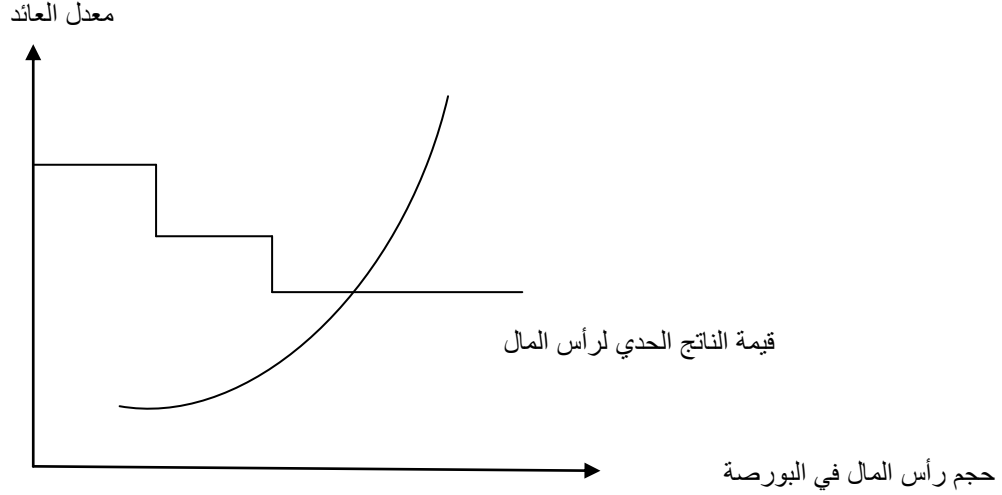
وبناء على هذه المعادلة ، تتجه الاستثمارات نحو القطاعات التي تكون فيها القيمة الحالية للتدفقات موجبة و ومن ثم تصبح قرارات مديري الشركات متوقفة على إرشادات الأسعار السائدة في السوق الكفؤة زمن اتخاذ القرار الاستثماري ، الذي يتجلى في اختيار السياسات الاستثمارية ز الأنشطة التي تحقق أفضل العوائد . ويتوقع مع نمو الاستثمارات في المشاريع المرشحة أن يتجه الاقتصاد نحو الكفاءة الاقتصادية .

و لكن عندما تتاح المعلومات بشكل كاف عن الأنشطة الاستثمارية المختلفة ، تصبح الأسعار الماضية في سوق الأوراق المالية هي المرشد للاستثمار في المستقبل ، وهو الدور الخلفي لجهاز السعر في السوق.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - رفيق مزاهدية، مرجع سابق. ص 163



الشكل رقم ( 3-4): كفاءة سوق الأوراق المالية و الكفاءة الاقتصادية



المصدر : سناجقي عبد الله ، ص 162.

ويمكن الوقوف على مستويات الارتباط بين الكفاءة سوق الأوراق المالية و التخصيص الكفؤ للموارد وذلك من خلال :

المعلومات

السيولة

تكلفة المعاملات

عدالة السوق

رشادة سلوك المستثمرين

## خلاصة الفصل .

أتاح هذا الفصل مدخلا نظريا لفهم كفاءة سوق الأوراق المالية . و في ظل السوق الكفؤة يتطلب تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية، فإن الأمر يحتاج إلى نظام معلوماتي كفؤ يضمن تدفق المعلومات باستمرار إلى كافة الأطراف المشاركة في السوق وبهذا يتمثل الهدف الأساسي في تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في قدرة السوق على تنمية الاستثمارات المالية و توجيه الموارد المالية المتاحة بكفاءة عالية نحو المشاريع الاستثمارية ذات مرد ودية المرتفعة و المخاطر المعقولة.

وبعد استعراض المفاهيم النظرية الخاصة بكفاءة الأسواق المالية ، فمن الطبيعي أن يتم البدء بإسقاط هذه المفاهيم على الحالة المختارة ، وهو ما سيتم تناوله في الفصل التالي في هذه الدراسة.

تمهيد.

بعد دراستنا للجانب النظري أين تطرقنا إلى الاستثمار المالي ,وكذا سوق الأوراق المالية ,وكفاءة أسواق الأسواق المالية وعلاقتها بتنمية الاستثمارات ,سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة التطبيقية و الربط بين الجانب النظري و التطبيقي وذلك من خلال اختيارنا لبورصة السعودية للتقرب أكثر من الواقع.

سنحاول في هذا الفصل القيام بدراسة قياسية من خلال اختبار مدى كفاءة سوق المالي السعودي عند المستوى الضعيف و استخدمنا أهم الاختبارات المطبقة (اختبار الإستقرارية :اختبار ديكي فولر المطور ADF , اختبار فيلبس PP

وعليه سيتم دراسة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاث التالية :

تحليل أداء البورصة

دراسة الخصائص الإحصائية واختبارات استقرار السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم للبورصة السعودية  
اختبار تكامل أسهم البورصة السعودية

### المبحث الأول : تحليل أداء البورصة

#### المطلب الأول : تاريخ نشأة البورصة

#### نبذة تاريخية عن بورصة السعودية

بداية تاريخ الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية تعود إلى الثلاثينيات، حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة سعودية في عام 1934م، وهي الشركة العربية للسيارات، وفي عام 1954م تم تأسيس شركة الأسمنت العربية ثم تبعتها ثلاث شركات كهرباء. وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة. ويمكن تحديد بداية ظهور سوق الأسهم في المملكة إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ. وقامت الحكومة بعد ذلك بدمج شركات الكهرباء في شركات موحدة مما أدى إلى توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على المساهمين، بالإضافة إلى قيامها بسعودية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة وطرح أسهمها للاكتتاب العام. وقد ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، ومن ثم نشأت الحاجة إلى التداول في الأسهم. وبالتالي نشأ سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم. ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب، استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات حيث أدى تحسن أسعار النفط في ذلك الوقت إلى تحرك سوق الأسهم إلى الأفضل، مما أدى بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار السوق .

خلال عام 1985م أوكلت الدولة موضوع تداول الأسهم إلى مؤسسة النقد العربي السعودي وتم إيقاف التداول عن طريق المكاتب الغير مرخصة لتداول الأسهم. وأصبحت المؤسسة تقوم بدور الإشراف والرقابة لحماية سوق الأسهم من الآثار العكسية لفرط التوقعات بالإضافة إلى القيام بتطويرها لتصبح سوقاً مالية ناضجة. وعلاوة على ذلك فإن الحكومة ترغب في أن تطور سوق الأسهم بطريقة تساهم في التنمية والتطوير القومي وتكون منسجمة مع سياستها الرامية إلى مشاركة أكبر من القطاع الخاص .

لقد تم إدراج سوق الأسهم السعودي ضمن مؤشر الأسواق الناشئة تحت إشراف مؤسسة التمويل الدولية (IFC) وتعتبر هذا الخطوة اعترافاً بأهمية سوق الأسهم السعودية ومكانته، لا سيما أن هذا السوق أحتل مركزاً متقدماً ضمن قائمة هذه الأسواق الناشئة المدرجة في قاعدة بيانات المؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها القيمة السوقية، والمتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة، إضافة إلى مؤشر نسبة السعر إلى الربح السنوي (PE/R).

صدر الأمر السامي رقم 1230/8 في 1403/1/17هـ الموافق 23 نوفمبر 1984م، بإنشاء الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (S.S.R.C) من قبل البنوك المحلية والتي تشرف عليها مؤسسة النقد العربي السعودي، حيث تتولى هذه الشركة حالياً إدارة سجلات مساهمي معظم الشركات المساهمة، إضافة إلى قيامها بكافة العمليات المساندة للتسويات ونقل وتسجيل الملكية للمعاملات التي يتم تنفيذها بالنظام الآلي. فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم ومركزيتها إلكترونياً

لقد قامت مؤسسة النقد العربي السعودي خلال عام 2001م بتقديم نظام جديد المعروف باسم "تداول" لإتمام صفقات بيع وشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة تداول قصيرة المدى، إضافة إلى ذلك يوفر هذا النظام الفعالية والدقة والسرية في مجال التداول والتحصيل السليم<sup>1</sup>.  
تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم(م/30) وتاريخ 1424/6/2هـ. وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء .  
وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية .  
صلاحيات الهيئة : تتمتع الهيئة بالصلاحيات التالية:

- تنظيم وتطوير السوق المالية، و تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تنطوي على احتيال أو خداع، أو غش، أو تلاعب، أو التداول بناءً على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة، والكفاءة والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية.
- تطوير وتنظيم ومراقبة إصدار وتداول الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- تنظيم التفويض وطلبات الشراء وعروض الأسهم العامة

#### المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للبورصة

##### الفرع الأول : البيئة التنظيمية لبورصة السعودية

ظلت عملية تداول في سوق الأسهم السعودية قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر 2002 تحت إشراف ثلاث أجهزة تنظيمية هي : اللجنة الوزارية المكونة من وزير التجارة و وزير المالية و محافظ مؤسسة النقد العربي السعودي ، و لجنة الإشراف الدائمة و هي مكونة من مندوبين كل من وزارة التجارة و مؤسسة النقد العربي السعودي ، و إدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي

<sup>1</sup> <http://www.sahmy.com/t105723.html>

السعودي التي كانت مهمتها التحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول و الإشراف اليومي على جمع عمليات تداول الأسهم.

مجلس الإدارة:

أ) يدير الشركة مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتكون العضوية على النحو الآتي:

1- ممثل لوزارة المالية.

2- ممثل لوزارة التجارة والصناعة.

3- ممثل لمؤسسة النقد العربي السعودي.

4- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها.

5- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية.

ب) تكون مدة عضوية مجلس إدارة الشركة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر.

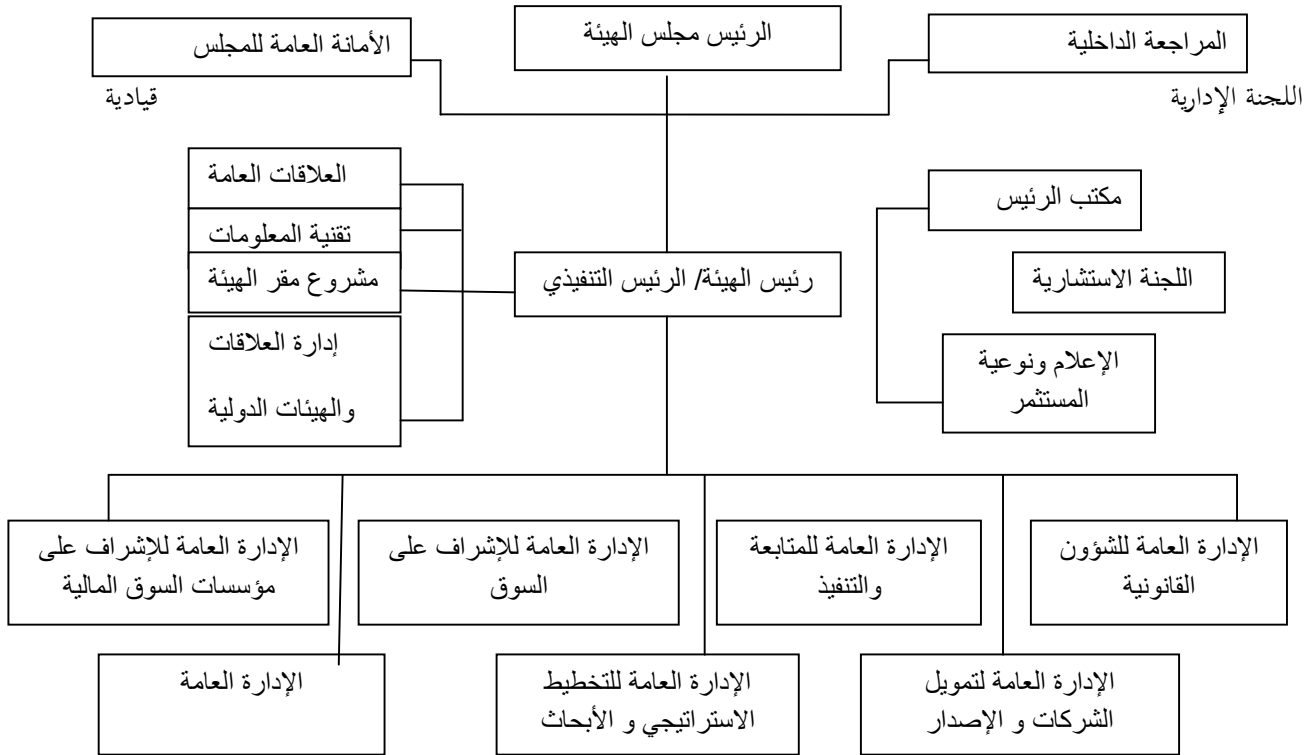
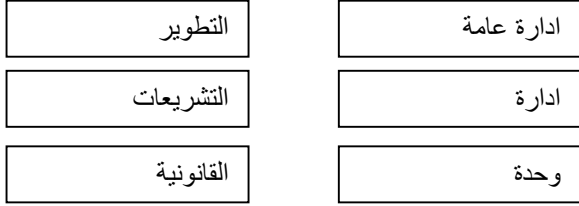
ج) تحدد اللوائح والتعليمات التي يقرها مجلس هيئة السوق المالية الإجراءات المتعلقة بعقد اجتماعات مجلس إدارة الشركة وكيفية اتخاذ القرارات فيه ، وخطط تسيير أعمال مجلس الإدارة ، والصلاحيات والمهام المنوطة بكل من مجلس الإدارة والمدير التنفيذي ، وسائر الأمور الإدارية والمالية ذات الصلة.

د) يمثل رئيس مجلس الإدارة الشركة في علاقاتها مع الغير ، ولدى الدوائر الحكومية والشركات والأفراد ، وأمام المحاكم بجميع درجاتها وفتاها، وكتاب العدل ، وديوان المظالم ، ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية وهيئات التحكيم ، والغرف التجارية والصناعية، ولجان الفصل في المخالفات والمنازعات بجميع درجاتها وفتاها. وله في سبيل ذلك، المرافعة والمدافعة عن الشركة، وتقديم الأدلة والمستندات، وإبرام الصلح والتنازل، وحق الإبراء والإنكار والإقرار، وطلب حلف اليمين، وذلك في حدود القرارات الصادرة من مجلس الإدارة، وتسلم الأحكام وتنفيذها. وله حق التوقيع على عقود تأسيس الشركات التي تؤسسها الشركة أو تشارك في تأسيسها ، وغيرها من العقود أو الصكوك، والإفراغ أمام كاتب العدل والجهات الرسمية والأهلية . وله حق توقيع العقود واتفاقيات القروض والاتفاقيات المالية الأخرى والرهون والإيجارات . كما له حق توكيل غيره أو تفويضه في عمل أو أعمال معينة من صلاحياته.

هم يعين مجلس إدارة الشركة مديراً تنفيذياً لها بعد أخذ موافقة مجلس هيئة السوق المالية، ويحظر على المدير المعين أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر ، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية في أي شركة وساطة في السوق المالية السعودية. ويكون إعفاء المدير التنفيذي من منصبه بقرار من مجلس إدارة الشركة<sup>1</sup>.

الشكل رقم 4-1 : الهيكل التنظيمي للهيئة :<sup>2</sup>

دلالات التصميم



المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2011، ص19

المطلب الثالث : أهداف البورصة

الفرع الأول : رؤية و أهداف البورصة السعودية

<sup>1</sup> <http://www.tadawul.com>.

<sup>2</sup> هيئة السوق المالية ، التقرير السنوي ، السعودية ، 2011

نسعى لأن نكون سوقاً مالية متكاملة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي من خلال تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية وتميز بما يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق

### أهداف البورصة

إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية.

إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية

ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق

دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين

تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية لعملائنا (الوسطاء، المستثمرين، المصدرين، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم

تطوير إمكانيات و قدرات السوق النقدية و التنظيمية

تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية:

توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم

تطوير أسواق و منتجات و خدمات و أدوات مالية متكاملة ومتنوعة و ابتكاره

تشجيع كل من المستثمرين و المصدرين و الوسطاء المحليين و العالمين للمشاركة في السوق.

تكامل وفعالية العمليات الرئيسة للسوق.

تحقيق عوائد مالية مجزئة للشركة ومساهميها

### المبحث الثاني : دراسة الخصائص الإحصائية واختبارات استقرار السلاسل

#### الزمنية لأسعار الأسهم للبورصة السعودية

#### معطيات الدراسة و المنهجية المتبعة

تقيم كفاءة السوق المالية السعودية من خلال فرضية الصيغة الضعيفة التي تقوم على تحقيق الفرضيات الثلاث التالية:

استقرارية السلاسل الزمنية، استقلالية عائد البورصة، السلاسل الزمنية تتبع التوزيع الطبيعي

العينة المدروسة خاصة ببورصة السعودية هي معطيات يومية لأسعار عينة من الأوراق المالية خلال فترة 3 أشهر إبتداء من 1

جانفي 2015 إلى غاية 31 مارس 2015 دراسة قياسية بالاعتماد على برنامج 8 eviews .



المطلب الأول: دراسة الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم للبورصة السعودية.

بعد دراسة الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم توصلنا إلى النتائج التالية كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (4-1) : الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم

ZAINKSA سهم				
الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي
0.80	10.48	13.69	12.1	12.31
ELIHADETISALAT سهم				
الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي
4.24	34.66	50.5	38.62	40.22
ALINMA سهم				
الانحراف المعياري	أصغر قيمة	أكبر قيمة	الوسيط	المتوسط الحسابي
1.48	19.47	24.38	22.79	22.24

المصدر: من اعداد الطلبة باعتماد على برنامج 8Eviews - أنظر الملحق رقم (1)

من خلال برنامج 8eviews الخاصة بوصف المتغيرات الدراسة يتضح لنا:

المتوسط الحسابي لسهم ZAINKSA يساوي 12.31 أما الوسيط الحسابي الخاص بالسلسلة يساوي 12.1، كما أن أكبر

قيمة للسهم تساوي 13.69 في حين أصغر قيمة تساوي 10.48 وكذلك الانحراف المعياري يساوي 0.80 .

بينما سهم ELIHADETISALAT فإن متوسطه الحسابي يساوي 40.22 أما الوسيط الخاص بالسلسلة 38.62 ،

كما أن أكبر قيمة للسهم تساوي 50.5 في حين أصغر قيمة تساوي 34.66 وكذلك الانحراف المعياري يساوي 4.24

وأخيرا سهم ALINMA فإن متوسطه الحسابي يساوي 22.24 و الوسيط الخاص بالسلسلة 22.79 ، كما أن أكبر قيمة

للسهم تساوي 24.38 في حين أن أصغر قيمة تساوي 19.47 وكذلك الانحراف المعياري يساوي 1.48

اختبار فرضية التوزيع الطبيعي لحركية الأسعار.

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن إمكانية توزيع معاملات دالتى الارتباط لذاتي البسيطة و الجزئية للبواقي وفق التوزيع

الطبيعي<sup>1</sup>.

قمنا في هذا الاختبار باستعمال كل من إحصائية : skewness،. kurtosis، jarque-bera لمعرفة حركية توزيع

السلاسل الزمنية للعينة المدروسة.

<sup>1</sup> - بن أحمد أحمد ، النمذجة القياسية للاستهلاك الوطني للطاقة الكهربائية في الجزائر خلال الفترة 1988-2007، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص فرد

الاقتصاد الكمي ، جامعة الجزائر 2007-2008 ، ص 77

تفسر إحصائية skewness إن قيمته تأخذ قيمة الصفر من اجل متغير يتبع التوزيع الطبيعي ، وتكون قيمته سالبة في حالة ارتفاع التقلبات السالبة على التقلبات الموجبة بالنسبة للمتوسط ، ويأخذ قيمة موجبة في حالة العكس .

تفسر إحصائية kurtosis انه يأخذ قيمة نظرية تساوي 3 عندما يكون توزيع المتغير طبيعي .

أما بالنسبة لإحصائية jarque-bera فيتم قبول الفرضية العدمية عندما تكون قيمته أقل من القيمة النظرية عند مستوى معنوية  $\alpha$  .

الجدول رقم (4-2) : اختبار فرضية التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية .

السهم	Skewness	Kurtosis	jarque-bera	الاحتمال	الفرضية
<b>Alinma</b>	-0.598372	1.882840	7.035639	0.029664	مرفوض
<b>Zainksa</b>	-0.038756	2.460977	0.778453	0.677581	مقبول
<b>Etihadetisalat</b>	0.923147	2.868910	8.993219	0.011147	مرفوض

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج 8views أنظر الملحق رقم(1)

المطلب الثاني: تقديم اختبارات الاستقرار والسكون للسلاسل الزمنية

➤ تعريف اختبار الاستقرار:

توجد العديد من المعايير التي تستخدم في استقرار السلسلة نذكر منها: PP - ADF

اختبار ديكي فولر المطور: ADF

من اجل اختبار استقرار السلسلة الزمنية نستعمل اختبار ADF (Augmented Dickey Fuller) للجذور الوحيدة

وفي هذا الإطار يكمن في التمييز بين نوعين من السلاسل الزمنية غير المستقرة كالاتي :

- سلاسل زمنية غير مستقرة من نوع TS (Tendance Stationnaire) في هذا النوع من السلاسل الزمنية فإن أثر أي صدمة في اللحظة t يكون عابرا transitoire, وتستعمل عادة طريقة المربعات الصغرى من أجل إرجاعها مستقرة
- سلاسل زمنية غير مستقرة من نوع DS Différence stationnaire, يعتبر هذا النوع الأكثر انتشارا مقارنة بالنوع الأول TS, وتستعمل عادة الفروقات Filtre au différence من أجل إرجاعها مستقرة, كما يتميز هذا النوع من السلاسل الزمنية, بأن أثر أي صدمة في لحظة معينة له انعكاس مستمر و متناقص على السلسلة الزمنية.<sup>1</sup>

اقترح العالمان ديكي و فولر ثلاثة نماذج :

لتمثيل أو توصيف السلسلة الزمنية محل البحث ( $X_t^0$ )

النموذج الأول: هو نموذج بدون ثابت (sans constante) و بدون اتجاه عام ( sans tendance )

$$\Delta X_t = \phi X_{t-1} + \sum_{i=1}^p -\gamma_i \Delta X_{t-i} + \eta_t$$

حيث:  $D X = X_t - X_{t-1}$  مستوى للفرق الأول للمتغير  $X_t, \eta_t$ : حد الخطأ العشوائي.

النموذج الثاني: هو نموذج مع ثابت ( $\mu$ ) (avec constante) ، وبدون اتجاه عام (sans tendance)

$$\Delta X = \phi X_{t-1} + \mu + \sum_{i=1}^p -\gamma_i \Delta X_{t-i} + \eta_t$$

النموذج الثالث : هو نموذج مع ثابت ( $\lambda$ ) (avec constante) ، ومع اتجاه عام ( $t$ ) (avec tendance)

$$\Delta X_t = \phi X_{t-1} + \lambda + \delta + \sum_{i=1}^p -\gamma_i \Delta X_{t-i} + \eta_t$$

<sup>1</sup> - شيببي عبد الرحيم ,شكوري محمد,البطالة في الجزائر: مقارنة تحليلية وقياسية, المؤتمر الدولي حول أزمة البطالة في الدول العربية 17-18 مارس 2008,القاهرة-مصر,ص22

<sup>2</sup> - شفيق عريش ,عثمان نغار, رولى شفيق اسماعيل, اختبارات السببية و التكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية, مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة

العلوم الاقتصادية والقانونية 33 العدد 5, 2005, ص83

اختبار Phillips & Perron:

يقترح فيليبس و بيرون تصحيح غير معلمي لإحصائيات اختبارات ديكي وفولر، ويسمح هذا الاختبار بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية ، وله نفس التوزيعات المحدودة لاختبار ديكي وفولر.<sup>1</sup>

اختبار الجذور الأحادية:

إن فحص الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة تعتبر خطوة جد مهمة وضرورية في كل الدراسات الإحصائية التطبيقية التي تدرس وجود ونمط واتجاه العلاقات بين المتغيرات، إذ أن اختبار التكامل والسببية بين مختلف المتغيرات يشترط معرفة مستوى سكون السلسلة وكذا درجة تكاملها

في دراستنا هذه قمنا باختبار استقرارية (سكون) السلاسل الزمنية للمتغيرات موضوع الدراسة بالاعتماد على منهجية اختبار جذر الوحدة (unit root)، ولاختبار هذا الأخير هناك عدة اختبارات إحصائية اعتمدنا في دراستنا على اختبار

**Dickey-Fuller test statistic**  $adf$  وكذا اختبار **Phillips-Perron test statistic**  $pp$ .

نريد أن نختبر مايلي :

$$H_0 : \phi = 1 \text{ السلاسل الزمنية غير مستقرة.}$$

$$H_1 : |\phi| < 1 \text{ السلاسل الزمنية مستقرة.}$$

أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

الجدول رقم (3-4) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ل **ADF-PP**:

<sup>1</sup> - بن أحمد أحمد ، مرجع سابق ، ص 81

المتغيرات	اختبار PP								
	قاطع واتجاه عام			قاطع			لا قاطع ولا اتجاه عام		
	1%	5%	10%	1%	5%	10%	1%	5%	10%
سهم Zainksa	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-0.30</b>			<b>0.388</b>			<b>-1.99</b>		
الاحتمال	<b>0.99</b>			<b>0.98</b>			<b>0.04</b>		
سهم ETIHADETISALAT	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.94	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-2.21</b>			<b>-1.69</b>			<b>-1.71</b>		
الاحتمال	<b>0.47</b>			<b>0.43</b>			<b>0.08</b>		
سهم ALINMA	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-1.08</b>			<b>-1.70</b>			<b>-0.55</b>		
الاحتمال	<b>0.92</b>			<b>0.42</b>			<b>0.47</b>		

المصدر: من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج eviews8 أنظر الملحق رقم(2)

المتغيرات	اختبار ADF								
	قاطع واتجاه عام			قاطع			لا قاطع ولا اتجاه عام		
	1%	5%	10%	1%	5%	10%	1%	5%	10%
سهم Zainksa	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.95	-1.6
احصائية adj t-stat	<b>-0.52</b>			<b>0.14</b>			<b>-1.85</b>		
الاحتمال	<b>0.98</b>			<b>0.96</b>			<b>0.062</b>		
سهم ETIHADETISALAT	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-2.205172</b>			<b>-1.698224</b>			<b>-1.690063</b>		
الاحتمال	<b>0.4762</b>			<b>0.4259</b>			<b>0.0859</b>		
سهم ALINMA	-4.16	-3.50	-3.18	-3.57	-2.92	-2.59	-2.61	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-0.96</b>			<b>-1.69</b>			<b>-0.57</b>		
الاحتمال	<b>0.94</b>			<b>0.42</b>			<b>0.46</b>		

المصدر: من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج eviews8 أنظر الملحق رقم (3)

من خلال الجداول أعلاه نلاحظ بأن المتغيرات الثلاثة ( الأسهم) غير مستقرة في المستوى سواء اختبار  $adf$  أو باختبار  $pp$  وذلك عند مستوى . 1%، 5%، 10% .

نقبل الفرضية  $H_0$  وجود جذر الوحدة بمعنى أن السلاسل الزمنية للمتغيرات غير مستقرة عند جميع المستويات 1% 5% 10% .

المطلب الثالث: دراسة استقرار السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم

اختبار استقرارية التفاضل الأول للسلاسل الزمنية.

الجدول رقم (4-4) : اختبار  $ADF-PP$  بعد أخذ الفروقات من الدرجة الأولى.

المتغيرات	اختبار ADF								
	قاطع واتجاه عام			قاطع			لا قاطع ولا اتجاه عام		
	1%	5%	10%	1%	5%	10%	1%	5%	10%
سهم Zainksa	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية $adj\ t-stat$	-7.17			-6.62			-6.12		
الاحتمال	0.00			0.00			0.00		
سهم ETIHADETISALAT	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية $adj\ t-stat$	-4.67			-4.92			-4.67		
الاحتمال	0.00			0.00			0.00		
سهم ALINMA	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية $adj\ t-stat$	-5.62			-5.59			-5.68		
الاحتمال	0.00			0.00			0.00		

المصدر: من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج  $eviews8$  أنظر الملحق رقم (4).

وبعد اجراء الفروق الاولى لكل متغيرات الدراسة فإننا وجدناها قد استقرت باختبار  $ADF$  بالنموذج القاطع ، و الاتجاه العام أو بالنموذج القاطع فقط عند جميع المستويات 1% ، 5% ، 10%

نقبل الفرضية  $H_1$  عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي السلاسل الزمنية للمتغيرات مستقرة من الدرجة الأولى وبالتالي نرفض  $H_0$

المتغيرات	اختبار PP								
	قاطع واتجاه عام			قاطع			لا قاطع ولا اتجاه عام		
	1%	5%	10%	1%	5%	10%	1%	5%	10%
سهم Zainksa	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-7.41</b>			<b>-6.72</b>			<b>-6.12</b>		
الاحتمال	<b>0.00</b>			<b>0.00</b>			<b>0.00</b>		
سهم ETIHADETISALAT	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-4.78</b>			<b>-4.88</b>			<b>-4.60</b>		
الاحتمال	<b>0.00</b>			<b>0.00</b>			<b>0.00</b>		
سهم ALINMA	-4.23	-3.54	-3.20	-3.63	-2.94	-2.61	-2.63	-1.95	-1.61
احصائية adj t-stat	<b>-5.68</b>			<b>-5.70</b>			<b>-5.82</b>		
الاحتمال	<b>0.00</b>			<b>0.00</b>			<b>0.00</b>		

المصدر: من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج eviews8 أنظر الملحق رقم (5)

مما سبق يمكننا القول بأن اختبار جذر الوحدة للمتغيرات المتمثلة في الأسهم الثلاث أثبت لنا أن هذه المتغيرات غير مستقرة كلها في المستوى لكنها مستقرة عند الفروق الأولى، وهذا ما يدل على أنها متكاملة من الدرجة الأولى (1)، وهذا ما يسمح لنا بإجراء اختبارات التكامل المشترك بينها.

### المبحث الثالث : اختبار تكامل أسهم البورصة السعودية

#### المطلب الأول: دراسة علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم

دراسة وجود علاقة بين الأسهم

كلما اقتربت النسبة من 0.5 وجود علاقة قوية و كلما ابتعدت عن 0.5 وجود علاقة ضعيفة .

الجدول رقم (4-5) : علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم.

	ZAINKSA	ALINMA	ETIHADETISALAT
ZAINKSA	1.000000	0.067083	-0.247073
ALINMA	0.067083	1.000000	-0.689449
ETIHADETISALAT	-0.247073	-0.689449	1.000000

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على برنامج eviews8 أنظر الملحق رقم (6)

توصلنا إلى النتائج التالية : 8 eviews بالاعتماد على برنامج

بينما يوجد ALINMA وسهم ZAINKSA من خلال هذا الجدول نلاحظ بأن هناك ارتباط ضعيف موجب بين سهم  
، إضافة إلى ETIHADETISALAT وسهم ALINMA ارتباط قوي سالب (علاقة عكسية) بين سهم  
. ZAINKSA وسهم ETIHADETISALAT وجود ارتباط ضعيف سالب بين سهم

### المطلب الثاني: اختبار وجود علاقة السببية بين أسعار الأسهم البورصة السعودية

يعد أسلوب السببية منهجا تجريبيا يساعد على اختبار العلاقة بين المتغيرات ومن ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بينها و بالتالي  
تحديد المتغير التابع و المستقل . وتعد مساهمة Granger الأبرز بين باقي الدراسات التي تعرضت لمفهوم السببية و طبقا له ،<sup>1</sup>  
إن تحديد العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية وسيلة تمكننا من معرفة نوع العلاقة التي تربط بين هذه المتغيرات مما يمكننا من  
إجراء عملية التنبؤ لتطور هذه المتغيرات في المدى القصير و يساعد بالتالي على وضع السياسات الاقتصادية الملائمة

يمكن أن نقول أن X يسبب Y في الفترة t إذا كان :

$$E(Y_t/Y_{t-1}, X_{t-1}) \neq E(Y_t/Y_{t-1})$$

ويعتمد اختبار سببية غرانجر على تقدير النماذج التالية :

$$X_t = a_x + \sum \beta_{x,i} X_{t-i} + \sum \Phi_{x,i} Y_{t-i} + \varepsilon_{x,t}$$

$$Y_t = a_y + \sum \beta_{y,i} X_{t-i} + \sum \Phi_{y,i} Y_{t-i} + \varepsilon_{y,t}$$

يعتمد الاختبار على الفرضيتين العدميتين التاليتين :

$$H_0 : \Phi_x = 0$$

$$H_0 : \Phi_y = 0$$

إذ لم نرفض أيا من هاتين الفرضيتين ، فإن المتغيرتين المدروسين X و Y يكونان مستقلتين عن بعضهما.

إذا تم رفض الفرضيتين فإن هناك علاقة سببية في الاتجاهين أي أن X يسبب Y و Y يسبب X.

<sup>1</sup> - شفيق عريش ، عثمان نزار ، رولى شفيق اسماعيل ، مرجع سابق . ص 81



إذا تم قبول الأولى ورفض الثانية فإن علاقة العالقة السببية تكون في اتجاه واحد من المتغير  $X$  إلى المتغير  $Y$  ( $X \rightarrow Y$ )

يسبب  $Y$  ولكن  $Y$  لا يسبب  $X$  . ويكون العكس إذا تم رفض الفرضية الثانية وقبول الأولى .

برنامج Eviews يعطينا مباشرة نتيجة اختبار السببية لجرا نجر بعد تحديد درجة التأخير  $P$  و تعيين المتغيرات التي نرغب في اختبار السببية فيما بينهما.<sup>1</sup>

معناه نريد أن نختبر الفرضيات التالية:

- سهم ALINMA لا يسبب سهم ZAINKSA
- سهم ZAINKSA لا يسبب سهم ALINMA
- سهم ETIHADETISALAT لا يسبب سهم ZAINKSA
- سهم ZAINKSA لا يسبب سهم ETIHADETISALAT
- سهم ETIHADETISALAT لا يسبب سهم ALINMA
- سهم ALINMA لا يسبب سهم ETIHADETISALAT

الجدول رقم (4-6) : اختبار السببية :

المتغيرات	F المحسوبة	الاحتمالية %	القرار
Alinma لا يسبب Zainksa	1.57	0.22	احتمال مقبول أي لا يوجد سببية
Zainksa لا يسبب Alinma	0.05	0.94	احتمال مقبول أي لا يوجد سببية
Zainksa لا يسبب Etihadetisalat	0.38	0.68	احتمال مقبول أي لا يوجد سببية
Zainksa لا يسبب Etihadetisalat	0.11	0.88	احتمال مقبول أي لا يوجد سببية
Alinma لا يسبب Etihadetisalat	3.63	0.03	احتمال مرفوض أي وجود سببية
Alinma لا يسبب etihadetisalat	0.32	0.72	احتمال مقبول أي لا يوجد سببية

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج 8. eviews انظر الملحق رقم (7)

من خلال مخرجات البرنامج نستنتج أن:

<sup>1</sup> - شريفى ابراهيم ،، مرجع سابق، ص 38

- سهم ALINMA لا يسبب سهم ZAINKSA وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من % 5
- سهم ZAINKSA لا يسبب سهم ALINMA وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من % 5
- سهم ETIHADETISALAT لا يسبب سهم ZAINKSA وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من % 5
- سهم ZAINKSA لا يسبب سهم ETIHADETISALAT وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من % 5
- سهم ETIHADETISALAT يسبب سهم ALINMA وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أصغر من % 5 إذن هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه .
- سهم ALINMA لا يسبب سهم ETIHADETISALAT وذلك لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من % 5

#### و باختصار :

من خلال الاختبارات يتضح أنه لا يوجد علاقة سببية في تلك الاتجاهين .

إلا أنه توجد علاقة سببية " Etihadetisalat يسبب Alinma " و لكن في اتجاه واحد.

### المطلب الثالث: تحليل اختبار تكامل أسعار الأسهم البورصة السعودية

#### التكامل المشترك:

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر ، بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتها ثابتة عبر الزمن، ولعل هذا يعني أن بيانات السلاسل الزمنية قد تكون مستقرة إذا ما أخذت كل على حدا ، و لكنها تكون مستقرة كمجموعة ،ومثل هذه العلاقة طويلة الأجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة

ويتطلب حدوث التكامل المشترك في حالة أن تكون السلسلتان  $(X_t, Y_t)$  متكاملتين من الرتبة الأولى كل على حدا ، أن تكون البواقي الناجمة عن تقدير العلاقة بينهما متكاملة من الرتبة صفر، أي انه حتى يكون التكامل المشترك موجودا بين متغيرين.

$(X_t, Y_t)$  يتعين تحقق الشروط التالية :

$$Y_t \sim I$$

$$X_t \sim I$$

$$Y_t = a + b X_t + u_t$$

ويلاحظ في هذه الحالة أن الحد العشوائي متمثلاً في البواقي ،  $u_t$  يقيس انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل.<sup>1</sup>

وبهذا إن عدم تماثل درجة استقرارية السلاسل الزمنية المستخدمة يعني عدم وجود علاقة تكامل مشترك بينهما ، وهذا يعني عدم وجود متجهات تكامل بين المتغيرات في المدى الطويل ، ذلك لان وجود علاقة طويلة الأجل تتطلب توفر شرطين :  
آن تكون كل المتغيرات مستقرة عند نفس المستوى.

يجب أن يكون هذا المستوى أكبر من  $I(0)$ .<sup>2</sup>

بعد القيام باختبارات ADF و PP للاستقرارية ، و اختبار ADF من الدرجة الأولى أصبحت السلاسل مستقرة و تحققت شروط تطبيق التكامل المشترك ، إلا أنه بعد تطبيق اختبار Granger اتضح من خلاله عدم وجود علاقة على المدى بين مختلف أنواع الأسهم (أنظر الملحق رقم ) .

و لتحديد العلاقة بين أسعار الأسهم لا بد من تطبيق تقنية أخرى لتحديد هذه العلاقة على المدى الطويل أو القصير.

الجدول رقم (4-7) : اختبار التكامل المتزامن (Johansen) باستعمال برنامج Eviews 8.

الفرضيات "عدد أشعة التكامل"	القيمة الذاتية Eigenvalue	الاختبار	القيمة الحرجة %5
r =0	0.251358	6.658357	21.13162
r =1	0.097992	2.372041	14.26460
r =2	0.036340	0.851384	3.841466

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على برنامج Eviews8 انظر الملحق رقم (8)

<sup>1</sup> - بلال مومو ، أثر الاستثمار الأجنبي و الاستثمار المحلي على النمو الاقتصادي للفترة الممتدة بين 1990-2011 ، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي ،سعبة علوم اقتصادية ،تخصص مالية وبنوك ،جامعة ورقلة 2012/ 2013 ، ص23

<sup>2</sup> - نفس المرجع ، ص 26

كما يمكن استخراج النتائج التالية :

$r = 0$  فغن القيمة المحسوبة  $6.658357 = \text{Max-Eigen}$  أقل من القيمة الحرجة عند مستوى 5 % و بقيمة تساوي 21.13 % ، و بالتالي نرفض  $H_1$  أي وجود علاقة تكامل متزامن .

$r = 1$  فغن القيمة المحسوبة  $2.372041 = \text{Max-Eigen}$  أقل من القيمة الحرجة عند مستوى 5 % و بقيمة تساوي 14.26 % ، و بالتالي نرفض  $H_1$  أي وجود علاقة تكامل متزامن .

$r = 2$  فغن القيمة المحسوبة  $0.851384 = \text{Max-Eigen}$  أقل من القيمة الحرجة عند مستوى 5 % و بقيمة تساوي 3.84 % ، و بالتالي نرفض  $H_1$  أي وجود علاقة تكامل متزامن .

و بالتالي نستنتج انه لا توجد علاقة تكامل مشترك بين أسعار الأسهم على المدى الطويل

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الجانب التطبيقي ودراستنا القياسية و اعتمادنا على برنامج 8 eviews تبين لنا من اختبارات PPADF وفرضية التوزيع الطبيعي الطبيعي للسلاسل الزمنية و التكامل المتزامن لأسعار أسهم بورصة السعودية وجود عشوائية في حركة أسعار الأسهم وبالتالي يمكن القول بأن السوق المالية السعودية تتمتع بمستوى ضعيف للكفاءة وذلك لوجود علاقة التكامل المتزامن بين الأسهم ووجود علاقة ارتباط ما بينها . و بحيث يجب على السعودية تفعيل سوقها المالي من خلال توفير نظام معلوماتي فعال قائم على الشفافية ومناخ استثماري ملائم يتسم بكفاءة عالية .

يعتبر سوق الأوراق المالية مصدراً من مصادر التمويل التي يلجأ إليها المستثمرين من أجل تمويل و توظيف أموالهم أو الحصول على السيولة اللازمة، وذلك من خلال إصدارهم للأوراق المالية، إلا أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لا يخلو من المخاطر . و باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار ، فإن ذلك يقتضي أن تتبع قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تعطي للمستثمرين الثقة و الأمان ، وعليه إذا عكست الأوراق المالية المتداولة في السوق توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاء . كما تتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة و سرعة وصول المعلومات وإلى متطلبات كفاءة التشغيل و التسعير ، السيولة وعدالة السوق . وكل هذا من أجل نجاح وفعالية السوق المالي مما يؤدي إلى التطور و النمو الاقتصادي ورفع الكفاءة المعلوماتية .

وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة وكذا الإجابة على الأسئلة الفرعية يمكننا ذلك من الوصول إلى أن سوق الأوراق المالية مكان التقاء العارضين و الطالبين للأموال و وسيلة لحل مشاكل التمويل لدى المؤسسات . فلا يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة، كتلك الواجب توافرها في مجالات الاستثمار الأخر، وقد تم تأكيد صحة الفرضية الأولى من خلال الفصل الأول.

و تعد الأسواق المالية مرجعاً هاماً لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد. وتؤدي أسواق الأوراق المالية الكفؤة دوراً حيوياً ذو أهمية بالغة للاقتصاد الوطني ككل، ويمكننا القول انه كلما زاد تطور الأسواق المالية تماشى معه التنمية الاقتصادية في زيادة الانتعاش الاقتصادي. وبالتالي تم تأكيد الفرضية الثانية من خلال الفصل الثالث .

ويعتبر مستوى كفاءة السوق المالي هو المحفز الأكبر للمستثمرين ، و أظهرت النتائج أنه ليس بالإمكان التنبؤ بمستوى الأسعار المستقبلية للسوق السعودي ويمكن القول عن السوق المالي السعودي بأنه ضعيف الكفاءة نتيجة لتحقيق فرضية الصبغة الضعيفة وذلك نتيجة لوجود عشوائية في اختيار الأسعار وبهذا تم نفي الفرضية الثالثة وهذا ما حاولنا توضيحه من خلال الجانب التطبيقي.

### النتائج المتوصل إليها.

إن لأسواق الأوراق المالية أهمية كبيرة في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، لذلك فهي تحظى بالاهتمام الكبير من طرف كل الدول المنشئة لها.

كلما كان هناك تطور في الأسواق المالية كان هناك قوة كبيرة في الانتعاش الاقتصادي و العكس صحيح.

إن فهم تركيبة السوق المالي وواقعيتها وظروفها يشكل الأساس الحقيقي لعملية نجاح الاستثمار.

ضعف الثقافة المالية لدى غالبية الجمهور، وهذا ما يؤدي إلى عرقلة الاستثمار في الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية دوراً فعالاً في تعبئة الادخار و توجيه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقاسم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار المالي.

نستخلص من الدراسة القياسية لتقييم أداء السوق المالي السعودي بأن أسعار الأسهم محل الدراسة ذات حركة عشوائية خلال فترة الدراسة.

وما يمكن ملاحظته أيضا من نتائج الاختبار لصيغ الكفاءة السوقية تحقيق سوق الأسهم السعودي مستوى الكفاءة الضعيفة، إذ اتضح من اختبار السلاسل الزمنية لأسعار الأسهم باستخدام اختبار ديكي فولر المطور عدم إستقرارية السلاسل الزمنية ووجود عشوائية في أسعار الأسهم إن حركة الأسعار في البورصة السعودية لا تتبع التوزيع الطبيعي، أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية مما يفسر كفاءة السوق السعودي .

**التوصيات :** على ضوء النتائج سألغة الذكر يتم تقديم بعض الاقتراحات و التوصيات و هي كالآتي :

زيادة الوعي الاستثماري مما يساعد على تشجيع الاستثمارات.

وضع طرق وآليات جديدة لتسيير الأوراق المالية على مستوى السوق.

. توفير الشفافية المطلوبة و المعلومات الضرورية لكل المستثمرين

-تنوع الأدوات المالية مما يساعد المستثمر في عمالية اختيار الاستثمار في الأوراق التي يرغب بها، مما يساعد هذا على زيادة عدد المستثمرين في السوق.

تعميق الوعي الادخاري والتوظيفي خاصة لدى صغار المدخرين وتعريفهم بغرض وإمكانيات الاستثمار في الأوراق المالية.  
-تسهيل تسجيل وتداول الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية.

خلق الثقة في السوق من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة .

إنشاء قاعدة بيانات لسوق الأوراق المالية وهذا لنشر الثقافة الاستثمارية المالية والإعلام المالي بين الأفراد والتعريف بنشاط السوق وفرص الاستثمار، وهذا بمختلف الوسائل المسموعة والمكتوبة، وهذا لخلق دائما الوعي البورصي لدفع المواطنين لاستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية.

ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق مما يؤدي إلى رفع وتطور كفاءة السوق عموما.

على المستثمرين إدراك أهمية المعلومات المتاحة لديهم و المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودي المالي مما يساعد هذا على تحسين كفاءة السوق.

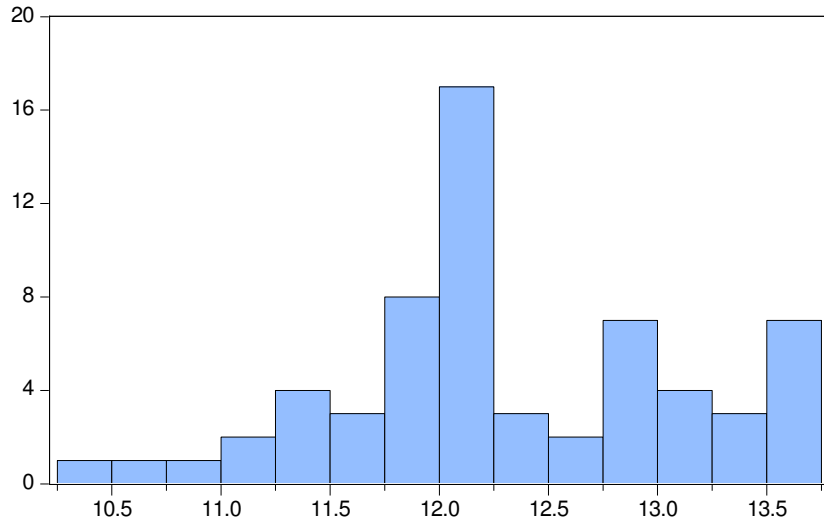
على الشركات المدرجة في سوق السعودي المالي أن تعمل على الإفصاح عن كافة المعلومات وإتاحتها لجميع المستثمرين المتعاملين في السوق وبدون تكاليف

**آفاق البحث:**

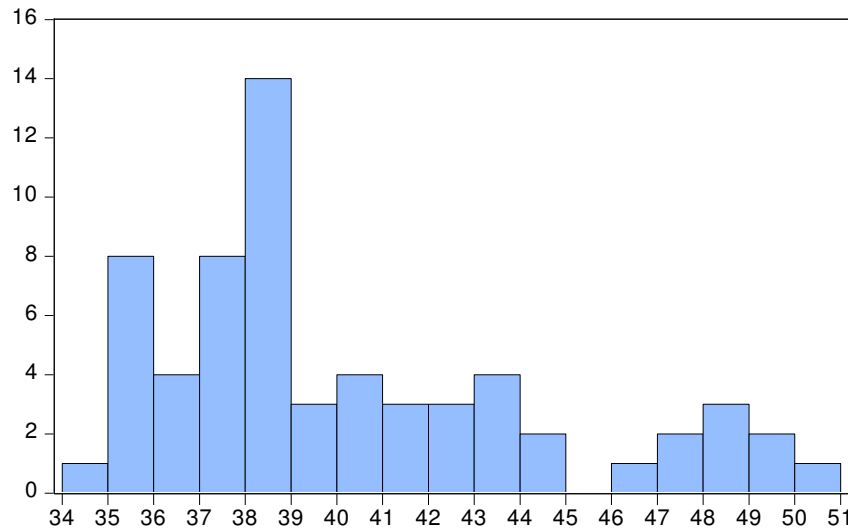
تفتح هذه الدراسة آفاق للبحث العلمي في العديد من المواضيع ذات الصلة منها متطلبات كفاءة الأسواق المالية. وقياس مستوى كفاءة الأسواق المالية. أثر كفاءة سوق الأوراق المالية على تطوير الاستثمار.

وفي الأخير هذا البحث كغيره من البحوث الاقتصادية التي أهتم بدراسة موضوع الأسواق المالية وهو يحتاج جهودا إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل.

الملحق رقم 01 : الخصائص الإحصائية لأسعار الأسهم.

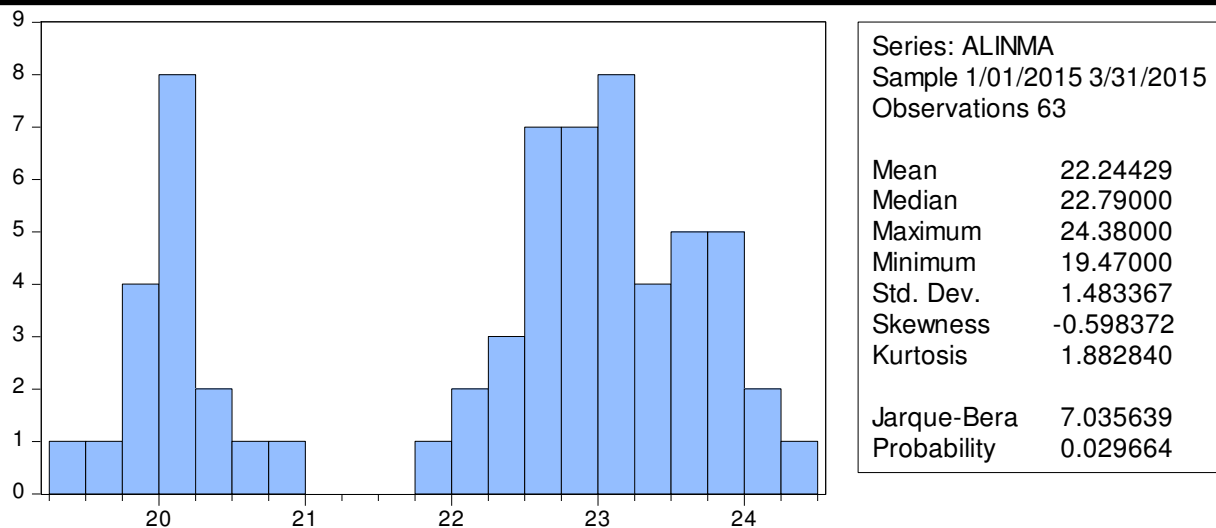


Series: ZAINKSA	
Sample 1/01/2015 3/31/2015	
Observations 63	
Mean	12.31397
Median	12.10000
Maximum	13.69000
Minimum	10.48000
Std. Dev.	0.801017
Skewness	-0.038756
Kurtosis	2.460977
Jarque-Bera	0.778453
Probability	0.677581



Series: ETIHADETISALAT	
Sample 1/01/2015 3/31/2015	
Observations 63	
Mean	40.22048
Median	38.62000
Maximum	50.50000
Minimum	34.66000
Std. Dev.	4.242420
Skewness	0.923147
Kurtosis	2.868910
Jarque-Bera	8.993219
Probability	0.011147





الملحق رقم 02: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ل PP:

### Action zainksa

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	0.387649	0.9804
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.304143	0.9884
Test critical 1% level	-4.156734	

values:

5% level	-3.504330
10% level	-3.181826

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-1.996913	0.0449
Test critical values:		
1% level	-2.613010	
5% level	-1.947665	
10% level	-1.612573	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### **Action etihadetisalat**

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root

Exogenous: Constant

Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	1.698006	0.4260
Test critical values:		
1% level	3.571310	
5% level	2.922449	
10% level	2.599224	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	2.207487	0.4749
Test critical values:		
1% level	4.156734	
5% level	3.504330	
10% level	3.181826	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root  
 Exogenous: None  
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	1.706276	0.0831
Test critical values:		
1% level	2.613010	
5% level	1.947665	
10% level	1.612573	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### Action Alinma

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
	-	
Phillips-Perron test statistic	1.704023	0.4230
Test critical	-	
values: 1% level	3.571310	
	-	
5% level	2.922449	
10% level	-	
	2.599224	

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
	-	
Phillips-Perron test statistic	1.083490	0.9215
Test critical	-	
values: 1% level	4.156734	
	-	
5% level	3.504330	
10% level	-	
	3.181826	

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root  
 Exogenous: None  
 Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
	-	
Phillips-Perron test statistic	0.551252	0.4732
Test critical	-	
values: 1% level	2.613010	
	-	
5% level	1.947665	
10% level	-	
	1.612573	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 03: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية ل ADF:

### Action Zainksa

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey–Fuller test statistic	0.137970	0.9655
Test critical		
values:	1% level	-3.571310
	5% level	-2.922449
	10% level	-2.599224

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey–Fuller test statistic	-0.521182	0.9792
Test critical		
values:	1% level	-4.156734
	5% level	-3.504330
	10% level	-3.181826

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ZAINKSA has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic – based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
--	-------------	--------

---



---

Augmented Dickey-Fuller test statistic -1.850509 0.0617

---

Test critical

values:	1% level	-2.613010
	5% level	-1.947665
	10% level	-1.612573

---



---

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### **Action EtihadEtisalat**

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

---



---

t-Statistic Prob.\*

---



---

Augmented Dickey-Fuller test statistic -1.698224 0.4259

---

Test critical

values:	1% level	-3.571310
	5% level	-2.922449
	10% level	-2.599224

---



---

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

---



---

t-Statistic Prob.\*

---



---

Augmented Dickey-Fuller test statistic -2.205172 0.4762

---

Test critical

values:	1% level	-4.156734
	5% level	-3.504330
	10% level	-3.181826

---



---

Null Hypothesis: ETIHADETISALAT has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.690063	0.0859
Test critical values:		
1% level	-2.613010	
5% level	-1.947665	
10% level	-1.612573	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### Action Alinma

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.692711	0.4286
Test critical values:		
1% level	-3.571310	
5% level	-2.922449	
10% level	-2.599224	

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.965303	0.9394
Test critical values:		
1% level	-4.156734	
5% level	-3.504330	

10% level -3.181826

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ALINMA has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.572798	0.4641
Test critical values:		
1% level	-2.613010	
5% level	-1.947665	
10% level	-1.612573	

الملحق رقم 04 : اختبار ADF بعد أخذ الفروقات من الدرجة الأولى.

### Action zainksa

Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.624373	0.0000
Test critical values:		
1% level	3.626784	
5% level	2.945842	
10% level	2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.



Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.173445	0.0000
Test critical values:		
1% level	4.234972	
5% level	3.540328	
10% level	3.202445	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.119579	0.0000
Test critical values:		
1% level	2.630762	
5% level	1.950394	
10% level	1.611202	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### Action Alinma

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
 Exogenous: Constant  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	5.592396
Test critical values:	-	0.0000
1% level	3.626784	
5% level	2.945842	
10% level	2.611531	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	5.621610
Test critical values:	-	0.0003
1% level	4.234972	
5% level	3.540328	
10% level	3.202445	

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	5.684772
Test critical values:	-	0.0000
1% level	2.630762	
5% level	1.950394	
10% level		

level 1.611202

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

**Action EtihadEtisalat**

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	4.919200
Test critical values:	-	0.0003
1% level	3.626784	
5% level	2.945842	
10% level	2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	4.666016
Test critical values:	-	0.0034
1% level	4.234972	
5% level	3.540328	
10% level	3.202445	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit

root  
Exogenous: None  
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC,  
maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-	4.674770
Test critical values:	-	0.0000
1% level	2.630762	
5% level	1.950394	
10% level	1.611202	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 05 : اختبار PP بعد أخذ الفروقات من الدرجة الأولى.

#### Action zainksa

Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-	6.720067
Test critical values:	-	0.0000
1% level	3.626784	
5% level	2.945842	
10% level	2.611531	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	7.409458	0.0000
Test critical values:		
1% level	4.234972	
5% level	3.540328	
10% level	3.202445	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ZAINKSA) has a unit root  
Exogenous: None  
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	6.119579	0.0000
Test critical values:		
1% level	2.630762	
5% level	1.950394	
10% level	1.611202	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

### Action Alinma

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

Adj. t- Stat	Prob.*
-----------------	--------

Stat

---



---

	-	
Phillips-Perron test statistic	5.701068	0.0000
Test critical	-	
values:           1% level	3.626784	
	-	
5% level	2.945842	
10%	-	
level	2.611531	

---



---

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
 Exogenous: Constant, Linear Trend  
 Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

---



---

	Adj. t-	
	Stat	Prob.*
	-	
Phillips-Perron test statistic	5.681627	0.0002
Test critical	-	
values:           1% level	4.234972	
	-	
5% level	3.540328	
10%	-	
level	3.202445	

---



---

\*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ALINMA) has a unit root  
 Exogenous: None  
 Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

---



---

	Adj. t-	
	Stat	Prob.*
	-	
Phillips-Perron test statistic	5.818861	0.0000
Test critical	-	
values:           1% level	2.630762	
	-	
5% level	1.950394	

10%  
level -  
1.611202

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

**Action Etihad Etisalat**

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit root  
Exogenous: Constant  
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	4.879595	0.0003
Test critical values:	-	-
1% level	3.626784	-
5% level	2.945842	-
10% level	2.611531	-

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit root  
Exogenous: Constant, Linear Trend  
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	4.779876	0.0025
Test critical values:	-	-
1% level	4.234972	-
5% level	3.540328	-
10% level	3.202445	-

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(ETIHADETISALAT) has a unit root

Exogenous: None

Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t- Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	4.604562	0.0000
Test critical values:		
1% level	2.630762	
5% level	1.950394	
10% level	1.611202	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم 06: دراسة علاقة الارتباط بين أسعار الأسهم.

Correlation

	ZAINKSA	ALINMA	ETIHADE TISALAT
ZAINKSA	1.000000	0.067083	-0.247073
ALINMA	0.067083	1.000000	-0.689449
ETIHADE TISALAT	-0.247073	-0.689449	1.000000

الملحق رقم 07: اختبار السببية :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 04/26/15 Time: 19:43

Sample: 1/01/2015 3/31/2015

Lags: 2

Null Hypothesis:	F- Obs	Statistic	Prob.
------------------	-----------	-----------	-------



ALINMA does not Granger Cause ZAINKSA	36	1.5776	2	0.2226
		0.0561		
ZAINKSA does not Granger Cause ALINMA	6	0.9455		
ETIHADETISALAT does not Granger Cause ZAINKSA	36	0.3804	1	0.6867
ZAINKSA does not Granger Cause ETIHADETISALAT	1	0.1181	0.8890	
ETIHADETISALAT does not Granger Cause ALINMA	36	3.6365	0	0.0381
ALINMA does not Granger Cause ETIHADETISALAT	3	0.3207	0.7280	

الملحق رقم 08: اختبار التكامل المشترك :

Date: 04/27/15 Time: 08:55  
 Sample (adjusted): 1/07/2015 3/26/2015  
 Included observations: 23 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: ZAINKSA ALINMA  
 ETIHADETISALAT  
 Lags interval (in first differences): 1 to 2

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.251358	9.881782	29.79707	0.9820
At most 1	0.097992	3.223425	15.49471	0.9558
At most 2	0.036340	0.851384	3.841466	0.3562

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level  
 \* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level  
 \*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.251358	6.658357	21.13162	0.9661
At most 1	0.097992	2.372041	14.26460	0.9795
At most 2	0.036340	0.851384	3.841466	0.3562

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b'S11\*b=l):

	ETIHADET	
ZAINKSA	ALINMA	ISALAT
-0.152587	1.103746	0.278882
-0.887437	-0.184535	-0.324402
-1.552285	-0.326050	-0.060937

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

D(ZAINKS A)	-0.066750	-0.017783	0.033613
D(ALINMA )	-0.182875	0.004075	0.022293
D(ETIHAD ETISALAT )	-0.249095	0.349041	0.127790

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood -31.69768

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

	ETIHADET	
ZAINKSA	ALINMA	ISALAT
1.000000	-7.233555	-1.827692
	(3.30463)	(1.13421)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(ZAINKS	
A)	0.010185 (0.00859)
D(ALINMA	
)	0.027904 (0.01327)
D(ETIHAD	
ETISALAT	
)	0.038009 (0.05398)

2 Cointegrating	Log	
Equation(s):	likelihood	-30.51166

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

		ETIHADET
ZAINKSA	ALINMA	ISALAT
1.000000	0.000000	0.304262 (0.21704)
0.000000	1.000000	0.294731 (0.10323)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(ZAINKS		
A	0.025966	-0.070393 (0.05055) (0.06282)
D(ALINMA	0.024288	-0.202600 (0.07831) (0.09732)
D(ETIHAD		
ETISALAT	-0.271743	-0.339348 (0.30806) (0.38285)