الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

جامعة محمد بوضياف المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

UniversitéMohamed BoudiafM'SILA
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales etdes Sciences de Gestion
Département Sciences de Économiques

العنـوان

دور الأسواق المالية في جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة
دراسة حالة: مصر، تونس، الجزائر والسعودية

مذكـــرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهـــادة الماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومالية

إعـــداد الطـــــــالب:
عبد الكريم توفيق

إشراف الاستاذ:
قدوري نور الدين

2015/2014

الإهـــداء

أهدي هذا العمل إلى من قال فيهما عز وجل : ﴿ وبالوالدين إحسانا ﴾

صدق الله العظيـم

وإلى من قال فيهما الرسول ﷺ : ﴿﴿ رضى الله من رضى الوالدين وغضب الله من غضب الوالدين ﴾﴾

إلى التي شقت وتعبت من أجل رعايتي وتربيتي إلى تلك الشمعة التي تحتـرق لتضيء لـــي طـــريقي إلى نبع الحنـان

سر الوجـــدان أمي . . . . .أمي . . . . . .أمي

﴿ امباركة ﴾ حفظها الله

إلى من شجعني على مواصلة دراستي وإلى من لم يبخل علي بشيء . . . . .أبي

﴿ لخضر ﴾ حفظـــه الله

إلى الشموع التي لا تنطفئ إخوتي الأعزاء : علاء، صلاح، شهيرة، زهير، اسحاق ولمين .

وجدتي ﴿ خذراية ﴾ حفظها الله

وإلى كل من شاركني أيامي الحلوة وتقاسمت معهـم أيامي ، أصدقائي:

شاكر، علاء، حميد، يزيد، حسين، عبد الله، لمين ورشيد

وإلى جميع طلبة كلية الاقتصاد

وإلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيـد ولو بكلمة طيبـــــة ، وإلى كل من أحبوني وأحببتهـــم .

توفيـــق

شكر وعرفان

قَالَ تَعَالَىٰ: أَعُوذُ بِاللَّهِ مِنَ الشَّيْطَانِ الرَّجِيمِ

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِيٓ أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ ٱلَّتِيٓ أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَٰلِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَٰلِحًا تَرْضَىٰهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ ٱلصَّٰلِحِينَ ﴿١٩﴾ ﴾ النمل

قبل كل شيء الشكر لله عز و جل الذي رزقنا من العلم ما لم نكن نعلم وأعطانا من القوة و القدرة ما تحتاج للوصول إلى هذا المستوى وإتمام هذا العمل المتواضع.

نتقدم بأرقى و أسمى عبارات الشكر الجزيل إلى من يقول فيهم الشاعر:

قم للمعلم وفه التبجيل كاد المعلم أن يكون رسولا

*وبالأخص الأستاذ المشرف "**قدوري نور الدين**"*

والذي لم يبخل علينا بإرشاداته و توجيهاته.

كما نتقدم بالشكر لكل من ساعدنا في انجاز هذا العمل

وإلى كل أستاذ علمنا حرفا خاصة أساتذة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير .

وفـــي الأخير أتمنى من اللّه عز وجل أن يرشدنا إلى سواء السبيل ويحقق هدفنا النبيل ، فإن أصبت فمن اللّه وحده وإن أخطأت فمن نفسي ومن الشيطان.



توفيق

الفهرس

فهرس المحتويات

المحتـــــــــويات ..... الصفحة

الإهـــــــــداء II

تشكـــــــــرات III

فهرس المحتويات .....X-V

قائمة الجداول والأشكال .....XIII-XII

مقدمـــة عـــامة .....ب-ح

الفصل الأول: ماهيـــــة الأسواق المالية

تمهيـــد: 2

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية 3

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى..... 3

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية 4

الفرع الثاني: تعريف السوق المالية 7

الفرع الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية:..... 9

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية 12

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية:.....12

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.....13

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية.....16

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية 17

الفرع الثاني: المتعاملون 18

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.....24

المطلب الأول: ماهية الأسهم 24

الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه.....24
الفرع الثاني: أنواع الأسهم وخصائص كل منها 28
الفرع الثالث: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم.....33
المطلب الثاني: ماهية السندات.....35
الفرع الأول: تعريف السند.....35
الفرع الثاني: أنواع السندات 37
الفرع الثالث: خصائص واهتلاك السندات.....39
المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة.....42
الفرع الاول: المشتقات وأنواعها 42
الفرع الثاني: الاوراق المهجنة وأنواعها.....48
المبحث الثالث: الكفاءة ومتطلبات تحقيقها في سوق الأوراق المالية 51
المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها.....51
الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق 51
الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.....52
المطلب الثاني : متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة 54
الفرع الأول: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية.....54
الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية 56
المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية 57
الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية.....58
الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.....60
خلاصة الفصل.....62

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة

تمهيـــــد: 64
المبحث الأول : الاطار المفاهيمي للاستثمار الأجنبي 65
المطلب الأول: ماهية الاستثمار الاجنبي.....65
الفرع الأول: مفهوم الاستثمار.....65
الفرع الثاني: أهداف الاستثمار ومخاطره.....68
الفرع الثالث: التمييز بين الاستثمار والمضاربة 68
المطلب الثاني: مجالات الاستثمار 69
الفرع الأول: التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار.....69
الفرع الثاني: التبويب النوعي لمجالات الاستثمار.....71
الفرع الثالث: التبويب حسب الهدف من الاستثمار 72
الفرع الرابع: التبويب حسب مدة الاستثمار 73
الفرع الخامس: التبويب حسب طبيعة الاستثمار 74
المبحث الثاني: ادوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر 75
المطلب الأول : أدوات سوق رأس المال الحاضرة 75
الفرع الأول: الأسهم العادية.....75
الفرع الثاني: الأسهم الممتازة 79
الفرع الثالث: السندات 81
المطلب الثاني: أدوات سوق راس المال المستقبلية.....83
الفرع الأول: الخيارات 84
الفرع الثاني: العقود المستقبلية 86
المطلب الثالث: مزايا سوق النقد.....87
الفرع الأول: تدني درجة المخاطر النقدية 87
الفرع الثاني: تدني درجة مخاطرة الدين.....87

المبحث الثالث: أسواق رأس المال الدولية 89
المطلب الأول: محددات التعامل في اسواق الأوراق المالية الدولية 89
الفرع الأول: مقدار العائد 89
الفرع الثاني: درجة المخاطر 89
الفرع الثالث: الوقت 90
المطلب الثاني : كيفية التعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية 92
الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية 92
الفرع الثاني: المؤشرات النقدية والمالية 92
الفرع الثالث:حجم التداول في البورصة 93
المطلب الثالث: فروع سوق رأس المال الدولية 94
الفرع الأول: سوق العملات الأجنبية والقروض الأوروبية 94
الفرع الثاني: سوق السندات الدولية 96
الفرع الثالث: سوق الأسهم الدولية 97
الفرع الرابع: أدوات مالية دولية أخرى 98
خلاصة الفصل 102
الفصل الثالث: دراسة حالة مصر، تونس، الجزائر والسعودية
تمهيـــــد: 104
المبحث الأول: المراحل، الشروط ومتطلبات الادراج في بورصة السعودية، مصر، تونس والجزائر105
المطلب الأول: الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر 105
الفرع الأول: المراحل التي مر بها سوق تداول الاوراق المالية بمصر 105
الفرع الثاني: الاطار التنظيمي للبورصة المصرية 108
المطلب الثاني: بورصة تونس 109
الفرع الأول: الهيئات المنظمة لبورصة تونس 109
الفرع الثاني: شروط الادراج في البورصة 110

الفرع الثالث: مميزات الاستثمار في بورصة تونس 110
المطلب الثالث: بورصة الجزائر 111
الفرع الأول: المراحل الاساسية لنشأة وتطور بورصة الجزائر 111
الفرع الثاني: الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر..... 113
الفرع الثالث: شروط الادراج في بورصة الجزائر 114
المطلب الرابع: السوق السعودي للاوراق المالية..... 115
الفرع الأول: المراحل التي مر بها سوق الاسهم السعودي 115
الفرع الثاني: الشروط ومتطلبات الادراج..... 117
المبحث الثاني : تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل من مصر،تونس،الجزائروالسعودية118
المطلب الأول: إجراءات ربط بورصات الدول العربية مع البورصات العالمية..... 118
الفرع الأول: واقع ربط البورصة المصرية مع البورصات العالمية..... 118
الفرع الثاني: واقع ربط البورصة التونسية مع البورصات العالمية..... 121
الفرع الثالث: واقع ربط بورصة الجزائر مع البورصات العالمية..... 123
الفرع الرابع: واقع ربط بورصة السعودية مع البورصات العالمية..... 124
المطلب الثاني: مساهمة رأس المال الأجنبي في بورصات الدول العربية..... 127
الفرع الأول:واقع الاجانب في البورصة المصرية..... 127
الفرع الثاني: واقع الاجانب في البورصة التونسية..... 132
الفرع الثالث: واقع الاجانب في البورصة الجزائرية..... 134
الفرع الرابع: واقع الاجانب في البورصة السعودية..... 135
المبحث الثالث : واقع سوق الأوراق المالية العربية في كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية 137
المطلب الأول: الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية : 137
الفرع الأول: نموذج من بورصات دول الفائض المالي : 137
الفرع الثاني: نماذج من بورصات دول العجز المالي:..... 139
المطلب الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية : 142

الفرع الأول: معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية..... 142
الفرع الثاني: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية..... 144
المطلب الثالث: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية :..... 144
الفرع الأول: قيود معلوماتية: 144
الفرع الثاني: قيود مالية..... 145
خلاصة الفصل:..... 146
الخاتمـــة العـــامـــة..... 148
قـــائمـــة المراجـــع..... 153
ملخـــــــــــــص 159

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكـــــل	رقم الصفحة
(1-3)	تطور عدد الافراد الجدد المستثمرين في بورصة مصر (2005-2007).	104
(2-3)	تطور عدد المؤسسات الجدد المستثمرين في بورصة مصر خلال الفترة(2005-2007).	104
(3-3)	تطور الاستثمار في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1985-2013).	111

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
(1-1)	مقارنة بين الأسهم والسندات.	44
(1-3)	مذكرات التفاهم التي وقعتها البورصة المصرية مع البورصات العربية والعالمية خلال الفترة (1998-2014).	96
(2-3)	تطور عدد المستثمرين في بورصة مصر خلال الفترة (2005-2007).	103
(3-3)	مؤشرات ملكية الأجانب من الاوراق المالية في البورصة المصرية خلال الفترة (30 جوان 2005- 30 جوان 2006).	106
(4-3)	مساهمة الأجانب في قيمة التداول بالسوق المصري خلال الفترة (2002-2007).	106
(5-3)	مساهمة الاجانب في الرسملة السوقية خلال الفترة (2002-2007).	108
(6-3)	مؤشرات ملكية الأجانب في الشركات المدرجة بالبورصة التونسية خلال الفترة (2002-2007).	109
(7-3)	تعاملات الاجانب في سوق الاسهم السعودي (2008-2011).	123
(8-3)	تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة التونسية(2005-2010).	124
(9-3)	نصيب الأجانب من التداولات في البورصة المصرية.	126

المقدمة العامة

المقدمـــــــة العـــــامة :

تمثل الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، كونها جزء من النظام المالي وأداة جاذبة للاستثمارات الأجنبية، إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية.

وقد شهدت الأسواق المالية الدولية تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغيرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية، الأمر الذي استدعى دول العالم المختلفة لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التغيرات لما لذلك من آثار إيجابية على سيولة الأسواق المالية وعمقها.

ونتيجة لهذه التطورات، برزت في نهاية القرن العشرين أهمية الأسواق المالية كمؤشر فعال في دعم النمو الاقتصادي، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات وتخصيصها لتنشيط الاستثمارات المنتجة، وأنشئت الأسواق المالية في العديد من الدول النامية لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

من هنا بات من الواضح ضرورة اللجوء الى مصدر آخر ألا وهو تنمية الاستثمار غير المباشر. فالاستثمار قد يكون حقيقيا او ماليا ًيعبر عن الإستثمارات التي لا يترتب عنها سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث زيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، كشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. من ناحية أخرى قد يكون الإستثمار داخليا أو أجنبيا، فالإستثمار الأجنبي بما هو نوع من أنواع الإستثمار يعبر عن امتلاك إحدى المؤسسات أو أحد الأفراد في دولة ما لأصول مؤسسات تعمـــل في دولـــة أخرى.

وينقسم الإستثمار الأجنبي إلى نوعين هما المباشر الذي ينطوي على مشاركة

المستثمر الأجنبي في إدارة المشروع مع المستثمر المحلي في حالة الإستثمار المشترك أو سيطرته التامة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الإستثمار، وغير المباشر ويكون مجال الإهتمام في بحثنا هذا.

1-الإشكاليـــــــــة:

من الملاحظ أن الأسواق المالية تساهم بدور فعال في استقطاب الرساميل محلياً ودولياً، غير أن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول، ففي حين تساهم هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة فإن دورها لا يزال يواجه عقبات كثيرة في الـــدول النامية التي هي محل دراستنا.

مما سبق يمكننا إثارة تساؤل جوهري تمثل الإجابـــــة عنه محـــــور دراستنا يكمن في:

ما مدى مساهمة الأسواق الماليـــــــة في تنشيط الاستثمـــــارات الأجنبية غير المباشرة في الدول العربية؟

ولتفصيل هذه الإشكالية سيتم طرح عدد من الأسئلة تتمثل في:

- كيـــف يمكن تحديد دور تلك الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات الاجنبية غير المباشرة؟
- ما هو واقع الإستثمار الأجنبي غير المباشر في كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية؟
- كيف يمكن تجاوز المعوقات التي تحول دون تطوير الأسواق المالية للـــدول العربية؟

2- فرضيات البحـــث:

انطلاقا من الأسئلة السابقة تم وضع فرضيات البحث على النحو التالي:

- تحديد مستوى نمو الأسواق المالية يسمح بقياس فعاليتها في تطوير الإستثمارات

ومن ثم تأثيرها على معدلات النمو الإقتصادي.

– الاستثمار الأجنبي غير المباشر من شأنه أن يساهم في توفير السيولة النقدية الضرورية لتنشيط الأسواق المالية.

– تعتبر الأسواق المالية من بين الأساليب الهامة لجذب رؤوس الأموال الى كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية.

3- أهمية البحـــــث:

تكمن أهمية هذه الدراسة في حداثة الإهتمام بموضوع الأسواق المالية في العديـــد مـــن الدول النامية ومنها الدول العربية. ويعود تأخر الإهتمام بالبورصات في تلك الـــدول كونهـــا تعتبر ثمرة لتطور النظام الرأسمالي، مما جعل العديد من الدول العربية تتحفظ على إنشاء مثل هذه الأسواق إما لأنها لم تستوفي الشروط اللازمة لإنشائها و/أو لأن اقتصاديات بعضها كانت موجهة.

ومع التحول الذي شهده العالم في العقد الأخير من القرن العشرين، أصبح التفكير في إنشاء هذه الأسواق ووضع الآليات لتحقيق الإندماج في الإقتصاد العالمي.

4- أهداف البحـــــث:

نسعى من خلال هذا البحث الى تحقيق اهداف تتمثل في النقاط الآتية:

–توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول العربية.

–فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الإقتصادية.

– الوقوف على النقائص التي جعلت الأسواق المالية في العربية لم تتبوأ المكانة اللائقة بها.

–تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصـــبحت تلعبـــه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الإقتصادية الأكثر كفاءة.

–المساهمة في إثراء المكتبة الجزائرية بهذا العمل المتواضع.

5- مبررات ودوافع اختيار الموضوع:

ينبع اختيار الطالب لهذا الموضوع للأسباب التالية:

–يعد موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي تهم اقتصاد التنميـــة.

– ضعف أسواق المال العربية وتذبذبها يستدعي تقديم دراسة تساعد المستثمر الأجنبي على أخذ فكرة عن البورصات العربية وإمكانية الإستثمار فيها.

–ركود الإستثمار في الأوراق المالية لدى العديد من الدول العربية، ونقـــص ثقافة الإدخار لدى الفرد العربي.

6- المنهج المستخدم في البحث:

نظرًا لطبيعة الموضوع فقد تم الإعتماد على مناهج البحث المستعملـــة في الدراســـات الاقتصادية، حيث تم اللجوء إلى المنهج الوصفي والتحليلي في الفصلين الأول والثاني. إلى جانب استخدامنا في الفصل الثالث لدراسة الحالة فيما يتعلق بواقع وآثار الإستثمار الأجنبي غير المباشر في كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية بالاستعانة بالاحصائيات والتقارير المتعلقة بموضوع البحث.

7- الدراسات السابقـــــة:

نظرا لأهمية موضوع الأسواق المالية ودورها في تنشيط الاستثمار الأجنبي غير المباشر فقد عنيت بهما دراسات سابقة نذكر منها:

- بلعيد سمية، **(دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية)**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، سنة 2014.

هدف الباحث الى:

- ابراز دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية.
- مدى أهمية صناديق الإستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية.

- التعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية، من خلال دراسة العلاقة بين صناديق الإستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية.

خلص الباحث الى:

- يشكل المناخ الاستثمار الملائم من قوانين وتشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية مطلب أساسي في قيام السوق وتطورها كما ان توفر مؤسسات مالية قادرة على تعبئة الإدخار وتوفير الفرص الإستثمارية يعد مطلبا أساسيا لقيام سوق للأوراق المالية.
- تعد صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية.
- تدار صناديق الإستثمار من طرف جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، تحقق من خلالها مزايا عديدة يعجز المستثمر بانفراده عن تحقيقها وبذلك فهي وسيلة فعالة لتجميع المدخرات.

• رفيق مزاهدية، **(كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الإستثمارات- دراسة حـــالة سوق الأسهم السعودية-)** مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، سنة 2007.

هدف الباحث الى:

- اجراء مسح مرجعي لنظرية الكفاءة السوقية والإجابة عن التساؤلات العديدة التي أثارتها حول مدى واقعية الفروض القائمة عليها، ودورها في تمكين جهاز السعر في السوق من تنمية الاستثمارات وتوجيه الموارد المالية نحو المشاريع الأكثر مردودية والأقل مخاطرة.

- اختبار مدى كفاءة سوق الأسهم السعودية في التعامل مع المعلومات المتاحة عن الشركات المدرجة.
- تحليل أداء سوق الأسهم السعودية، واجراء مراجعة شاملة للأطر التشريعية والتنظيمية للسوق في إطار وضعها الحالي.

خلص الباحث الى:

- تحقيق سوق الأسهم السعودية لأشواط كبيرة على مسار التطوير والتحديث خلال فترة وجيزة نسبيا.
- تطور سوق الأسهم السعودية قد رافقه تحسن ملحوظ انعكس على أثره على مختلف الأصعدة.
- تحقيق سوق الأسهم السعودية لمستوى الكفاءة الضعيفة.
- سوق الأسهم السعودية تفتقد إلى العديد من المقومات الرئيسية للكفاءة.

8- تقسيمات البحث:

للإجابة على التساؤلات الواردة في الإشكالية، تم تقسيم هذا العمل إلى ثلاثة فصول:

- **الفصل الأول:** تناول **(ماهيـــة الأسواق المالية)** من خلال دراسة مفهوم سوق الأوراق المالية ليتم بعد ذلك التعرف على الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ثم الكفاءة ومتطلبات تحقيقها في سوق الأوراق المالية.
- **الفصل الثاني:** تناول **(الإطار المفاهيمي للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة)** من خلال دراسة الاطار المفاهيمي للاستثمار الأجنبي لنتعرف بعد ذلك على أدوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر واخيرا في الفصل الثاني تعرفنا على أسواق رأس المال الدولية.
- **الفصل الثالث:** تناول محور دراستنا **(دور الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة-دراسة حالة مصر، تونس، الجزائر**

والسعودية-) من خلال تعرفنا على المراحل، الشروط ومتطلبات الادراج في بورصة الدول السابقة و تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل منها لننتقل في نهاية الفصل الثالث الى واقع سوق الأوراق المالية العربية في كل من الدول محل الدراسة.

- وتختم الدراسة بالخاتمة العامة ثم قائمة المراجع التي تم الاعتماد عليها في هذه الدراسة.

الفصل الأول

ماهية الأسواق المالية

تمهيـــد:

تؤدي أسواق الاوراق المالية دور جد مهم في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة.

كما أن هذه الاسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والاوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الاوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الاسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

فسوق الأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق.

وقصد التعرف أكثر على سوق الأوراق المالية والمتطلبات الأساسية لإنشائه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

- مفهوم سوق الأوراق المالية؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- الكفاءة و متطلبات تحقيقها في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

عادة ما يطلق على سوق المال بسوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات، وتشمل أسواق المال كلا من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث يوجد في كل الاقتصاديات أصحاب الفوائض من السيولة، ويوجد في المقابل أصحاب العجز الذين يريدون الاستثمار، لذا فان الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية، نظرا لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين .

وللتعرف بدقة على سوق الأوراق المالية وباعتباره من الأسواق نحاول من خلال هذا المبحث معرفة التصنيفات المختلفة للأسواق، كما سنتطرق إلى مكوناته ونظام تشغيله من خلال ثلاثة مطالب:

- سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى؛
- سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفه؛
- تنظيم سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى

إن تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة، قد حمل تنوعا متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات، واعتبرت السوق المالية الكفؤ حالة نموذجية خاصة، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر. لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط الآتية:

- تعريف سوق الأوراق المالية؛
- تعريف السوق المالي؛
- تعريف سوق الأوراق المالية ومكوناتها.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

بالرغم من تعدد أنواع الأسواق تبعا لتعدد معايير تصنيفها، إلا أنه يمكن التوصل إلى تعريف شامل لها.

أولا: تعريف السوق

يقصد بالسوق المكان الجغرافي الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون وتتبادل فيه السلع والخدمات، وفي الوقت الحاضر لم يعد هناك أهمية للمكان وأصبحت السوق تحدد بالنظر إلى السلعة التي تتداول فيها.[1]

ثانيا: معايير تصنيف الأسواق: يوجد أسواق لمختلف أنواع السلع ولمختلف أنواع الخدمات، ويمكن تصنيف الأسواق حسب عدد من المعايير نذكر منها:

1- من حيث طبيعة السلعة:

يمكن التميز بين الأسواق الآتية بالاعتماد على هذا المعيار وهي:[2]

1-1-**سوق مالية:** سوق المال هو السوق الذي يتعامل في القروض متوسطة الأجل وطويلة الأجل، وتسمى أسواق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق إصدار للسندات والأسهم. وسوق النقد هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل.

1-2-**سوق العمل:** يأتي العرض في هذا السوق من العمال وأصحاب المهن، ويأتي الطلب من جانب أصحاب الأعمال والراغبين في التوظيف وتشغيل هؤلاء العمال أو أصحاب المهن، ويمثل العرض (البائع) في الدول المتقدمة اتحادات العمال والنقابات العمالية والنقابات المهنية.

---

[1]- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،ط3 ، 1998، ص241.

[2]- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق – أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص 26.

بينما يمثل الطلب (المشترين) رجال الأعمال واتحاد الصناعات والمنتجين. والإعلان في الصحف عن وكالة تطلب موظفين أو عمالا فهو وسيلة للتعبير عن هذه السوق، وقد تدخلت الدولة لتنظيم الوكالات، وأصبحت تزاول نشاطها بموجب تراخيص رسمية بشروط معينة حماية للعمالة، كما أن الطلب على وظيفة هو أيضا صورة من وسائل التعبير عن سوق العمل.

1-3-**سوق السلع:** قد تكون سوق جملة أو سوق تجزئة، وهي السوق المألوفة لنا جميعا والتي تشتمل المنتجات الزراعية والصناعية، وسوق الأدوات الصحية...الخ

1-4-**سوق الخدمات:** ومن أمثلة هذه السوق سوق خدمة ميكانيكي السيارات والكهربائي،...الخ.

2- من حيث توحيد السعر

تنقسم الأسواق إلى نوعين هما:[1]

2-1- السوق الكاملة: وهي السوق التي يحدد فيها سعر واحد للسلعة الواحدة، وشروط السوق الكاملة تحتاج إلى توفر العناصر التالية:

- وجود عدد كبير من البائعين، وعدد كبير من المشترين، حتى لا يؤثر أحدهم على سعر السوق.
- سهولة وتوافر الاتصالات بين مختلف الأطراف .
- تجانس وحدات السلع المعروضة بالسوق.
- سهولة نقل السلعة من مكان لآخر، حتى يتم نقلها من مكان السعر المنخفض إلى مكان السعر المرتفع، فيزداد العرض منها مما يؤدي إلى توحيد السعر.

2-2- سوق غير كاملة: يؤكد الواقع العملي أن النمط الشائع لأغلبية الأسواق هي السوق غير الكاملة لعدم توافر الشروط السالفة الذكر.

---

[1]- المرجع السابق ، ص 38.

3- من حيث درجة المنافسة:

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأسواق من حيث درجة المنافسة هي:

3-1-**سوق المنافسة الكاملة:** وهو ذلك السوق الذي يضم عددا كبيرا جدا من المتعاملين، يتعامل كل منهم في حجم محدد جدا من إجمالي حجم السلع المنتجة والمباعة والمتجانسة، وبالتالي لا يمكن لأحد منهم أن يؤثر على سعر السوق السائد، ولذلك فإن سعر السلعة لهذه معطى والربح المحقق في الأجل الطويل هو الربح العادي، ذلك أن المنافسة تبلغ أقصى درجاتها، وحرية الدخول والخروج من السوق متاحة للجميع.[1]

3-2-**سوق الاحتكار التام:** يعرف الاحتكار التام بأنه الحالة التي يوجد فيها بائع واحد لسلعة ما لا يتوافر له بدائل قريبة، كما يوجد فيها موانع قوية تحول دون دخول منافسين جدد إلى السوق، فالمحتكر هو المنتج الوحيد الذي يقوم بإنتاج سلعة معينة، لذلك فإن جميع مبيعاته تعتمد فقط على السعر الذي يحدده هو، أما الأسعار التي يحددها المنتجون الآخرون وتصرفاتهم فانه لا يأخذها في الاعتبار عند تحديد سعره.[2]

3-3- سوق المنافسة الاحتكارية: وهذا السوق كما يدل اسمه يجمع صفات تنافسية واحتكارية في نفس الوقت، وفي الواقع فإن هذا الشكل من الأسواق أكثر واقعية من سوقي المنافسة الكاملة والاحتكار ويتميز بما يلي:

- وجود عدد كبير من البائعين أو المنتجين لسلعة.
- اختلاف السلعة المنتجة.
- حرية الدخول إلى السوق والخروج منه بالنسبة لأي بائع أو مشتري.
- القدرة على ترويج المبيعات.

3-4- سوق احتكار القلة: هذا سوق مزيج من سوق المنافسة الكاملة والاحتكار، ولكنه أقرب إلى سوق الاحتكار، ويتمثل سوق المنافسة بقلة المنتجين داخل الصناعة الواحدة،

---

[1]- عبد المطلب عبد الحميد، سياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر، 1997، ص 16.

[2]- سيد محمد أحمد السيريتي، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر ، 2004، ص326.

ويتميز بأن حجم إنتاج المشروع الإنتاجي يمثل كمية كبيرة نسبيا بالنسبة لإنتاج جميع المشروعات الأخرى، وبالتالي لا يمكن لأي مشروع إنتاجي أن يتجاهل تصرفات المشروعات الأخرى في هذا السوق.[1]

الفرع الثاني: تعريف السوق المالية

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال ، حيث إن مفهوم السوق المالي يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تتسم بالسيولة المالية أي النقود ،أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال.

فالسوق المالي يتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعنى أن السوق المالية تتكون من شقين أساسين هما:

- أسواق النقد؛
- أسواق رأس المال؛

لذا يعرف السوق المالي بأنه "هو الاطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة الأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة" .[2]

وينطبق مفهوم السوق على الاموال كما هوا الحال بالنسبة للسلع من حيث كونه موقع الالتقاء تيار الطلب ممثلا بوحدات العجز المالي وتيار العرض ممثلا بوحدات الفائض المالي[3].

1- المرجع السابق ، ص331.

2- ارشد فؤاد التميمي واسامة عزمي ، الاستثمار بالاوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2004، ص110.

3- محمود محمد الدافر ، الاسواق المالية ، دار الشروق للنشر والتوزيع، الاردن، ط3، 2005، ص35.

أولا: تعريف السوق النقدية: هو الشق الأول للسوق المالية، يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق.

وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية، تعطى لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر، ولا تزيد عادة مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن في أي وقت، وبحد أدنى من الخسائر، أو دون خسائر نظرا لضمان عملية السداد، ومن بين أنواع هذه الأوراق المالية نجد الأوراق التجارية أو ما يسمى أذونات الخزانة.

وتتميز السوق النقدية بالمميزات التالية:

- تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.
- تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.
- تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.
- الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول.

ثانيا: تعريف سوق رأس المال: هناك عدة تعاريف لسوق رأس المال نذكر منها:

1- التعريف الأول: يمثل سوق رأس المال المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة برؤوس الأموال كالأوراق المالية، قروض بأنواعها ...الخ، فهو بالتالي فضاء يلتقي فيه الأعوان الاقتصاديون ذوي العجز المالي، والذين هم في حاجة للأموال، ومن ثم يتم التعامل على أساس الثروة التي يتفقون عليها، والتي تخص عائد كل من الطرفين.

2- **التعريف الثاني:** كما يعرف بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكلين هما: [1]

2-1- الشكل الأول: أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا

[1]- المرجع السابق، ص37.

عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

2-2- الشكل الثاني: أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

الفرع الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية:

بعد أن تعرفنا على مفهوم السوق المالي نجد أن سوق الأوراق المالية جزء من هذا السوق، ويمكن الآن تقديم التعاريف الآتية للتدقيق في مفهومها، كما يتم تناول مكوناتها.

أولا: تعريف سوق الأوراق المالية: هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

1- **التعريف الأول:** "سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سماسرة محترفين مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع" [1]

2- التعريف الثاني:" سوق الأوراق المالية هي عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها " [2]

- **التعريف الثالث:** " سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـــ " البورصة"، أما السوق

[1]- محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992، ص272.

[2]- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996، ص 25.

غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية.

من خلال التعاريف السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة. ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يسمى البورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.

ثانيا: مكونات سوق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية بدورها إلى:

1- أسواق أولية: ويدعى كذلك سوق الإصدار، وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية، ويتم تصريف وبيع هذه الأوراق المالية من خلال ما يسمى ببنك الاستثمار أو الأسلوب المباشر للبيع، ويأتي بنوع من التفصيل كما يلي: [1]

1-1- مصرف الاستثمار: هو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها وبين المستثمرين، حيث يقوم مصدر الأوراق المالية ببيعها لمصرفي الاستثمار، والذي بدوره يعيد بيعها للمستثمرين، وتظهر وظائفه في:

- النصح والمشورة، نظرا للخبرة، وما يتوافر لديه من كفاءات.

[1]- عبيد سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص 70.

– الاكتتاب في الأوراق المالية، أي شراء مصرف الاستثمار للأوراق المالية من مصدرها لغرض بيعها لجمهور المستثمرين.

– التسويق، وذلك من خلال بيوت السمسرة التي تقوم بعملية البيع للمشترين، ولا يتم التسويق إلا بعد تقديم طلب التسجيل للجنة الأوراق المالية في البورصة، والتي تؤكد من توافر الشروط القانونية...إلخ

1-2- أسلوب البيع المباشر: تقوم المؤسسة المصدرة بعمليات طرح خاص، وذلك بأن تبيع هذه الأوراق المالية مباشرة للمنشآت المالية الكبيرة أو لكبار المستثمرين، ومن مزايا هذا الأسلوب أن الشركة غير ملزمة بعملية التسجيل، كما يوفر ما يتم دفعه من رسوم وعمولة الاستثمار، ولكن من عيوبه أن الشركة قد تتقاضى سعر فائدة أعلى، كما أن الخبرة التسويقية قد لا تكون متوافرة.

2- الأسواق الثانوية: وتدعى كذلك بسوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من التعامل فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى نوعين:

2-1- أسواق نظامية: تتبع الاسواق النظامية القواعد والانظمة والاساليب والاجراءات والتعليمات المعتمدة في الاسواق المركزية الرسمية التي ترتبط بها في تسيير عملياتها ونشاطاتها كما هو الحال مع الأسواق الجارية في NYES (New York Exchange Stock) أو في سوق عمان المالي ... [1]

2-2- أسواق غير نظامية : هي اسواق مالية لا تخضع للمحددات والاساليب والتنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية وبالتالي فان نشاطات هذه الاسواق لا تجري على وفق

[1]– هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء، عمان، ط1، 2008 ، ص58 .

تشريعات البورصات الرسمية ولا تعتمد تنظيمات ادارية محددة لنشر وتبادل وتوثيق الأدوات المالية .[1]

المطلب الثاني: خصائص ووظائف سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، كما تؤدي عدة وظائف، لذا يتم تناول في هذا المطلب العنصرين الآتيين:

- خصائص سوق الأوراق المالية؛
- وظائف سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية: لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها: [2]

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها

---

[1]- المرجع السابق، ص 59.

[2]-جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن ، 2002، ص56.

أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.

-الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية ، وهي: [1]

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي،نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه،مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا إلا أن مخاطرها كبيرة أيضا

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن تلخيص وظائف سوق الأوراق المالية في النقاط التالية [2]:

- أداة تمويل الاقتصاد عن طريق جذب المدخرات من الأعوان الاقتصاديين من أجل تمويل الاقتصاد، وهذا عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي.

- فسوق الأوراق المالية تضمن للمؤسسات الموارد المالية على المدى الطويل، تسهل عملية النمو لها، كما تسمح للدولة من أداء سياستها الاقتصادية بقدر كبير من الأداء.

---

[1]- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص32.

2-منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير، منشأة المعارف، مصر، 1995، ص88.

– كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية ، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية، فهي إذن تمثل القناة الكاملة للتمويل المباشر والسريع والأمثل بين المدخر والمستثمر.

–أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة: تتنوع هذه الفرص وتتفاوت من خلال الخطر المرتبط بالأوراق المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويكون ذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة بذلك الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار الخاصة، مما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي يعتبر مرشدا عند اختباره للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها [1]

– أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، و حجم المعاملات مقيد بالأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

وما يستخلص من جداول الأسعار العامة يعبر عن ارتفاع الميل أو هبوطه لدى المنتجين، وهذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر إلى الأوراق المالية التي تدر عليهم الأرباح التي يرغبونها، منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، ومنها ما يتعلق أيضا بعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، مما يجعلهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر ما يخزنونه من أموال، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة رؤوس أموال

1– منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997، ص45.

الشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل نمو الاقتصادي بالزيادة.

– أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي،،حيث أن عملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

– أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها:

1– كفاءة التسعير: بمعنى أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة.

2– كفاءة التشغيل: بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

3– عدالة السوق: بمعنى أن تتيح السوق فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

– **الأمان:** يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات اللاأخلاقية التي تعمد إليها بعض الأطراف.

– أداة لتقويم الشركات والمشروعات: حيث تساهم أسواق الأوراق المالية في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.

– أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات الإقراض إلى اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل غير المباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق.

– أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني، حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

– أداة جذب للاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.

– أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات المدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع إدارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فان نتائج أعمالها، لن تكون مرضية لذلك فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به سوق الأوراق المالية، ولتوضيح تنظيم سوق الأوراق المالية تطرقنا الى العناصر التالية:

– نظام تشغيل أسواق الأوراق المالية؛

– المتعاملون؛

- الأوامر؛
- شروط الدخول إلى البورصة.

الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يشترط في سوق المنظمة أن يتم فيه التعامل والتداول بالأوراق المالية المسجلة، وذلك داخل صالة للتعامل، عن طريق وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقا لطريقة التداول المتفق عليها، مع الالتزام بوحدات التعامل ووحدات لتغير الأسعار، كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، وتتولى الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الأوراق المالية المسجلة فيها، وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الإعلان عنها لصالح المتعاملين.

من خلال ما سبق يتضح أن مكونات نظام التشغيل بورصة الأوراق المالية تتكون من:

أولا: الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء الوسطاء من القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط، منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة.

فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في البورصة، فهم من أهم صناع السوق، وموجهوه، فهو المحرك الرئيسي النشط للأوراق المالية بذاتها، وبالتالي فهو أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة.

كما يقوم الوسيط بتقديم النصيحة، فهو المستشار للمستثمر، يساعده على حسن اختيار الأوراق المالية للشركات القوي، ويوضح له أفضل الأوقات للشراء أو البيع من خلال النصائح والمشورة والرأي والرؤية المستقبلية فيما يتصل بالسوق ككل.[1]

1- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، ط2، 1999، ص55.

ومن هنا يجب على الوسطاء أن يكونوا على دراية كاملة بما يحدث في السوق المالي، بالدوافع والأسباب التي تكمن وراء تقلباته، وأن يكونوا ملمين بقواعده وتوازناته من خلال التحصيل العلمي والخبرة المكتسبة في مجال سوق المال.

ثانيا: طرق التداول في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين: [1]

– طريقة المفاوضة، وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع وأسعار الطلب أي الشراء لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

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

الفرع الثاني: المتعاملون

هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

أولا: تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل

يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل، والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع والشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي: [2]

1– أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص30.

2– المرجع السابق ، ص32.

1- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق تخطيط عملياته، و يستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق ،هذا بالإضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق.

2- المضاربون الهواة: وهم مجموعة تهدف إلى الاستفادة من فروق الأسعار من دون أن تهتم بدراسة العوامل المؤثرة على السوق، ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، ولا تتطلب سياسة مرنة تتفق مع دورات الهبوط والصعود لأسعار الأسهم، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3- المتآمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

وللمضاربة وظائف يمكن إيجازها في العناصر التالية:

- معادلة العرض بالطلب أي تحقيق توازن.
- العمل على موازنة الأسعار وعدم تقلبها.
- تشجيع على توظيف الأموال لتحقيق الأرباح.

4- المستثمرون: هناك نوعان من المستثمرين:

- المستثمر الداخلي، ويهدف إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الأسهم، ويكون هدفه الربح في المرتبة الثانية.
- المستثمر العادي، ويهدف إلى تحقيق الربح في المرتبة الأولى في الأجل الطويل، بالإضافة إلى العائد الجاري.

ثانيا: تصنيف المتعاملون إلى عارضون وطالبون

يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، انه يعتمد على الهدف من وراء التعامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار.

وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى كل من العارضين والطالبين لرأس المال.

1- الطالبون لرأس المال: وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم طالبو رؤوس الأموال إلى فئتين: [1]

1-1- الفئة الأولى: تضم أصحاب الادخار الفردي، وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق، وتتميز هذه الفئة بقلة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.

1-2- الفئة الثانية: تضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

ومما سبق ذكره يمكن استنتاج أن الادخار الجماعي مفضل على الادخار الفردي للأسباب التالية:[2]

- محرك السوق ومنعشها.
- يجمع ويعبئ الادخار المتاح لدى الأفراد بصورة منتظمة.
- يقدم ادخارات أو توظيفات مجمعة ثابتة ومستمرة.

1- محمود أمين زويل ويونس البطريق، بورصة الأوراق المالية وموقعها من الأسواق-أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة ، مصر، 2000، ص51.

2- مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، دار المعرفة، مصر، ط6، 1996، ص551.

– يعوض الأفراد عن نقص خبرتهم ويقلل من المخاطر حيث أن هذه الشركة لها خبرة بالسوق.

2– العارضون لرؤوس الأموال: ويقصد بالعارضين لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات، بهدف تغطية العجز في الميزانية أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية ...الخ.

بالإضافة للعارضين والطالبين يوجد الوسطاء الماليون، وهم صناع ومحركو السوق ،ويمكن تقسيمهم إلى:

– السماسرة ووكلاء التبادل.

– صناديق الاستثمار.

– المحكمون والمراقبون": يجب أن تكون في كل بورصة هيئة للتحكيم في المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين فيما بينهم، أو بين أحدهم وبين عميل، بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم.[1]

ثالثا: الأوامر

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي

1– أحمد صيام زكي، مبادئ الاستثمار، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الأردن، ط1، 1997، ص60.

ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر. [1]

وهناك عدة أوامر في سوق الأوراق المالية نذكر بعضها التي ترتبط بسعر الأوراق المتداولة، والتي يراها صاحب الأمر أنها تتلاءم لتنفيذ الصفقة هي:

- الأوامر بالسعر أحسن سواء في الشراء أو البيع.
- الأوامر بالسعر محدد وتتحدد ما بين السعر الأعلى والسعر الأدنى.

-الأوامر المرتبطة بالشرط: يطلب صاحب الأمر من وسيطه أن يشتري أوراقا مالية معينة، بشرط أن يتنازل له عن أوراق مالية أخرى يحددها له مسبقا، والعكس صحيح في عملية التنازل، كما يمكن أن تكون الأوامر مشروطة بمبلغ، أي أن الصفقة تتم على أساس مبلغ محدد عند الشراء أو البيع.

أوامر السوق: وهو السعر الذي يتحدد من خلال تلاقي قوى الطلب وقوى العرض، وهو الأكثر دقة وشيوعا، وبموجب هذا النوع من الأوامر فإن المستثمر يعطي تعليمات للسماسرة كي يبيع ويشتري عددا من الأوراق بأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في الأسواق أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن. [2]

ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: [3] السرعة وضمان التنفيذ، أما من أهم عيوبه فهو أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ الأمر إلا عند إخطاره به، كما عليه قبول السعر السائد في السوق، غير أنه في الأسواق التي تتمتع بالكفاءة العالية، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر، وذلك على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة، وإن كانت هذه القاعدة ليست عامة،

[1]- شمعون شمعون ، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، ط1، 1999، ص65.

[2]- زياد رمضان ، الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، 1998، ص191.

[3]- منير إبراهيم هندي، اساسيات الاستثمار و تحليل الاوراق المالية الاسهم و السندات، ، دار المعرفة الجامعية، مصر، ط2، 2011، ص95.

فالتغيرات السعرية قد تكون كبيرة في حالة الأسهم غير النشطة أو التي تتميز بسرعة التقلب كثيرا، ذلك ما يلحق خسائر بالمستثمر الذي يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر.

رابعا: شروط الدخول إلى البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني، وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى، 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 القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتروح مابين 20% إلى 25%، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

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

-تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

-تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أداة تمويل في سوق الأوراق المالية، وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق هي سندات أو صكوك تعطى لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح أو العائد أو الحقين معا، بما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها، ولتوضيح ما سبق قسمنا هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب:

- الأسهم؛
- السندات؛
- المشتقات والأوراق المهجنة.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

تشكل الأسهم أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع، وتتميز الأسهم بعدة خصائص ومزايا، سنحاول التفصيل فيها من خلال النقاط الآتية:

- تعريف السهم ومختلف قيمه؛
- أنواع الأسهم وخصائص كل منها؛
- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم.

الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه

قبل التطرق لمختلف القيم التي يأخذها السهم ينبغي التطرق أولا لتعريفه

أولا: تعريف السهم: يمكن تقديم عدة تعاريف للسهم:

1- التعريف الأول: الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال

عموما، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية [1]

2- التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري" [2]

3- التعريف الثالث: "الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون" [3]

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال.

ثانيا: قيم السهم: للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

1- القيمة الاسمية للسهم: هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وذلك على كل سهم

1- مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، ط1، 1993، ص169.

2- شمعون شمعون، بورصة الجزائر، مرجع سابق، ص21 .

3- هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2008، ص92.

يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.[1]

2- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال + الاحتياطات + أرباح الغير}}{\text{عدد الأسهم}}$$

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة [2] وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية للسهم تمثل مؤشرا ضعيفا لقيمة السهم وذلك للأسباب التالية: [3]

- تشير القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة التاريخية وليس إلى القيمة المستقبلية، فالأصول تسجل بقيمتها التاريخية، وهذه الأخيرة لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة.

- القيمة الدفترية تعكس فقط قيمة الاستثمارات بواسطة الملاك في الورقة المالية، فإذا ما أثمرت هذه الاستثمارات بعائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حاليا، فإن القيمة المحورية لثروة هؤلاء لمستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية.

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

1- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص191.

2- المرجع السابق، ص192 .

3- منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، مرجع سابق ، ص19 .

3- القيمة السوقية: هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية،الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية،السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الاختناقات ونشر المعلومات، وقد تبين أن القيم الورقية للأسهم العادية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية السبعينيات وحتى منصف التسعينيات من القرن العشرين، قد تغيرت من مرة واحدة إلى عشر مرات.[1]

وفي سوق الأوراق المالية لا تمثل كلا من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع توليده، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

ويمكن استنتاج أن القيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل أو أكبر من القيمة الاسمية، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم المصدرة.

1- هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص 92.

الفرع الثاني: أنواع الأسهم وخصائص كل منها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم :

- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به؛
- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم؛
- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

وسيتم التفصيل فيها فيما يلي:

أولا: تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

1- أسهم اسمية: وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على ما يلي: [1]

- الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها ،ونوع الشركة وعنوانها ،رأسمالها، ومركزها.
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.
- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

2- أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلتزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.[2]

1- شمعون شمعون، البورصة ، مرجع سابق ، ص22.

2- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان ، ط2، 1967، ص34.

3- أسهم لأمر: للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير. [1]

ثانيا: تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

1- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو محزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين.

2- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.

3- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ثالثا: تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها: وتقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

1- الأسهم العادية: وهي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية،ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها

1- شمعون شمعون، المرجع السابق ، ص23.

حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.[1]

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:

– في المرحلة الأولى، يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية إلى رأس مال الشركة.

– أما في المرحلة الثانية، يتم تداول هذه الأسهم كأي أداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا تمثل أي إضافة إلى رأس مال الشركة، بل أنها مجرد عملية تداول بين البائعين والمشترين والوسطاء، ونقل حقوق الملكية من شخص لآخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والثانوية.

وللأسهم العادية خصائص عديدة نوجزها فيما يلي:

– حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة، وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

– إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه من أسهم.

– يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم في المقابل مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها، وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى السيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.

1– هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص 92.

- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية، وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم على الأقل نظريا مراقبة العمليات الجارية.

2- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:[1]

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـــ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.

- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند.

كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.

1 – عبد النافع عبد الله الزوري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2001، ص159.

وجدير بالملاحظة أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة قد تكون أعلى بكثير من تكلفة التمويل بالدين، إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة لا يتم طرحها كتكلفة لأغراض ضريبية، وبهذا فإن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة ،و بالتالي لا ينتج من ذلك أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة، لذا فإن الشركات لا تعتمد على الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل مقارنة بالأسهم العادية أو السندات.

وهناك ميزات أخرى للأسهم الممتازة، منها ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة.

ويوجد نوع آخر من الأسهم الممتازة، وهي نادرة يطلق عليها أسهم ممتازة مشاركة والتي تسمح لحاملها المشاركة مع حملة الأسهم العادية في الأرباح والأسهم الممتازة المشاركة بالعموم تكون كما يلي:

- يدفع السهم الممتاز الربح المستحق له وعلى سبيل المثال 5 دينار للسهم.
- السهم العادي يستحق أرباحا موزعة بمبلغ يساوي ما حصل عليه السهم الممتاز من الأرباح.
- إذا زادت الأرباح الموزعة عن الأسهم العادية إلى 5.5 دينار مثلا: فإن الأرباح على الأسهم الممتازة يجب أن تزداد إلى 5.5 دج أيضا

من خلال ما سبق ذكره يمكن استخراج الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في العناصر الموالية: [1]

– يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح.

– ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت.

– عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بمستوى وضع الشركة.

– لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.

– للإدارة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها خاصة عندما يتعلق الأمر بانخفاض أسعار الفائدة كثيرا.

– لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحتجزة للشركة، لذلك فإن قيمته الاسمية تساوي قيمته الدفترية.

– الحق في الحصول على الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية لحملة الأسهم الممتازة.

الفرع الثالث: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم

بالإضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها: [2]

1– التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية: نذكر منها:

– الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

– الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات

[1]– زياد رمضان، مرجع سابق، ص29.

[2]– منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1994، ص11.

على تلك الأسهم من الإيرادات فبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

– الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

2– التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

– الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في عام 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، وحدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5 % إلى 15.5 % من القيمة الاسمية للسهم.

– الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

3– أسهم التمتع: هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلكت أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح أو غير ذلك.[1]

[1]– محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 1993، ص411.

المطلب الثاني: ماهية السندات

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط الآتية:

- تعريف السند؛
- أنواع السندات؛
- خصائص واهتلاك السندات.

الفرع الأول: تعريف السند

بالرغم من تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا ان لها نفس المعنى، وفيما يلي بعض هذه التعاريف:

1- **التعريف الأول** : تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض" المصدر" بدفع مبلغ معين من المال" القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين.

2- **التعريف الثاني**:السند عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقترض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمته الاسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد. [1]

3- **التعريف الثالث**: السند ورقة مالية تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية طوال مدة القرض، وعادة ما تكون نسبة الفائدة ثابتة.

[1]- عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج، مرجع سابق، ص 160 .

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال لإحدى الشركات أو الحكومة، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق،

وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي: [1]

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.

- معدل الكوبون، حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

- أجل الاستحقاق، وهو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبيا.

- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.

- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية.

- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقديا عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.

وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.

1- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998، ص51.

الفرع الثاني: أنواع السندات

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للمعايير التالية: [1]

أولا: أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعيين رئيسيين وهما:

1- سندات عامة :وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.
- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.
- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.
- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة ،وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

2- سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

---

[1]- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، سنة 2014، ص26.

ثانيا: أنواع السندات حسب طريقة السداد: يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.

1- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.

2- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

ثالثا: أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها: ويمكن أن نميز بين:

1- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.[1]

2- سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

رابعا: أنواع السندات حسب معدل العائد: نميز نوعان وهما:

1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من 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، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

1- المرجع السابق، ص52.

خامسا: أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:وتتفرع إلى : [1]

1- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.

2- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.

سادسا: أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما: [2]

1- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.

2- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.

الفرع الثالث: خصائص واهتلاك السندات

قبل التطرق إلى خصائص السندات يجب الإشارة إلى حقوق حاملي السندات والتي تتلخص فيما يلي:

أولا: حقوق حاملي السندات

يتمتع حاملوا السندات بعدة حقوق نذكر منها:

---

[1]- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص15.

[2]- محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر،1993، ص139.

– الحق في الإعلام.

– الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.

– الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.

– الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.

ثانيا: خصائص السندات: للسندات خصائص عديدة نذكر منها: [1]

– يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.

– لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.

– تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

– تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي: [2]

– تواجه السندات مخاطر ائتمائية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

– كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.

---

[1]– سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996، ص291.

[2]– هوشيار معروف ، مرجع سابق، ص 110.

– إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

– إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكورة.

ثالثا: اهتلاك السندات

مادام السند بمثل أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق أجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، ولاهتلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن، فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، وفيما يلي هذه الطرق: [1]

1- السداد الجزئي للسندات: تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل أجال استحقاق القرض المجزأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

2- تكوين احتياطي استهلاك السندات: قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

– كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

– تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

– تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

3- السداد التدريجي: تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق

[1]– مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية –البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال–، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص76.

السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة ،حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى الأسهم والسندات، بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات، لأنها تجمع بين صفاتهما وخصائصهما معا.

ونظرا لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين، إما عمليات آجلة أو عمليات عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، ولتوضيح ما سبق ذكره سنتناول تعريف المشتقات والأوراق المهجنة وانواعها.

الفرع الاول: المشتقات وأنواعها

نتناول في هذا الفرع تعريف المشتقات والأنواع التي يمكننا تمييزها بشيئ من التفصيل.

أولا: تعريف المشتقات

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كالأسهم أو السندات أو السلع، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبليات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.[1]

ثانيا: أنواع المشتقات

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص211.

1- عقود الاختيار: تعتبر عقود الاختيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الاختيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة، أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

1-1- تعريف عقود الاختيار: يمكن تعريف عقود الاختيار كما يلي:

- **التعريف الأول** :عقود الاختيار تمثل ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويطلق عليه الاختيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الاختيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما [1]

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك، أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن اختيار حامل عقد الاختيار قد لا ينفذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما.[2]

التعريف الثاني: اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ، وهو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما [3].

1-2- أنواع عقود الاختيار: قبل المرور إلى أنواع عقود الاختيار يجب توضيح بعض العناصر هي: [4]

1- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص605.

2- زياد رمضان، مرجع سابق، ص91.

3- خالد وهيب الراوي، الاستثمار، مفاهيم تحليل إستراتيجية، دار المسيرة، عمان، 1998، ص309.

4- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص333.

– مشتري حق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الاختيار.

– محرر الاختيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

– سعر التنفيذ: هو سعر الورقة وقت إبرام العقد.

– سعر السوقي: هو سعر الورقة عند انتهاء الاتفاق.

– تاريخ التنفيذ: إبرام العقد.

–تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري الاختيار بتنفيذه.

– المكافأة: هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون للمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

وفيما يلي مختلف أنواع عقود الاختيار: هناك نوعان من الخيارات

–**خيار الشراء:** يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد،إن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه ،إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

–**خيار البيع:** ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ويتضح مما سبق أنه يلزم في حالة شراء شخص ما إحدى الخيارات ضرورة ان يتوفر ملتزم أمام صاحب الخيار، أي يلتزم توفر طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار، ويسمى هذا الأخير الملتزم أمام صاحب الخيار بكاتب الخيار.

ونشير هنا أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو بيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، والتي تكون متاحة بكمية محدد، وفقا لرأس مال الشركة المصدرة، فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما والتنازل عنه.

وتسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، وتسمى عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، وهنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، وإقفال العملية بأحد الطرق الثلاثة الآتية:

- الطريقة الأولى: بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.
- الطريقة الثانية: ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كأن يكون سعر السهم في السوق أقل من السعر المتفق عليه في خيار النداء، أو يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.
- الطريقة الثالثة: أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، ويحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، ويحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، وذلك بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار في المستقبل.

2- العقود المستقبلية: يتم التطرق هنا إلى مختلف تعاريف العقود المستقبلية، ومختلف أنواعها.

2-1- تعريف العقود المستقبلية: يمكن تعريف العقود المستقبلية كما يلي:

- **التعريف الأول :** "تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديما، وتمثل هذه الأدوات تعاقدا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه " [1]

1- المرجع السابق، ص: 413.

– **التعريف الثاني** :ويعرف العقد المستقبلي أيضا على أنه عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم أو استلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد، وكما هو الحال في عقود الخيارات، يعد العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتمتع بسيولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.[2]

ويقتضي التعاقد في العقود المستقبلية مجموعة من الشروط هي:[3]

– وحدة التعامل: وهي الكمية والوحدة التي بموجبها يتم إبرام العقد، ففي مجلس شيكاغو يتضمن مثلا العقد الواحد للتعامل في القمح 500 بوشل ، في الولايات المتحدة الأمريكية العقد على الأذونات الخزانة تبلغ قيمته 1 مليون دولار في مقابل 100000 دولار للعقد على سندات الخزانة.

– شروط التسليم: وتتضمن الأشهر التي يتم فيها التعامل على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيه التسليم والمواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية والجودة ووسيلة التسليم التي يتم بموجبها تسليم الأصل.

– حدوث تقلبات الأسعار: تعمل أسواق العقود المستقبلية بنظام حدوث التقلبات السعرية، حيث تفرض حدا أدنى وحدا أقصى، وذلك حسب العقد محل التعاقد وذلك كل يوم، وفي اليوم الموالي يتم التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم المعني، ويستثنى من ذلك نوع واحد من العقود لا يطبق عليه نظام الحدود وهي العقود على مؤشرات السوق.

– نظام الهوامش: نظرا لما ترتب عليه التعاقدات من مخاطر عدم القدرة على الوفاء، يفرض هامش مبدئي يودعه أطراف التعاقد لدى بيت السمسرة الذي يتعاملون معه، ويكون في صورة نقدية، وفي صورة أدوات الخزانة أو سندات حكومية...الخ.

2– أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص234.

3– منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص684.

– التسوية السعرية اليومية: تتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمراكز أطراف التعاقد مع كل تغير في سعر العقد الجديد، بل أن بيت التسوية نفسه يقوم بإحلال العقد بعقد جديد، وسعر العقد الجديد يتحدد على أساس التسوية والذي ينشر في صحف المال عن العقود المماثلة.

2-2- أنواع العقود المستقبلية: من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

– **عقود مستقبلية على أسعار الفائدة:** هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.(1)

– **العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق** هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.(2)

– **عقود مستقبلية على السلع:** هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.(3)

3- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي:

– مخاطرة عدم القدرة على الوفاء: العقود الآجلة لا توفر عنصر الحماية لطرفي التعاقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، فالعقود الآجلة لا تتداول في سوق منظمة توفر سبل الحماية، على عكس العقود المستقبلية والتي توفر الحماية لطرفي التعاقد نتيجة لتداولها في السوق المنظمة وما تفرضه هذه السوق على المتعاملين.

1- زياد رمضان، مرجع سابق، ص100.

2- عبد الباسط وفاء حسن، مرجع سابق، ص40.

3- أحمد صالح عطية، مرجع سابق، ص235.

– مخاطرة عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد المستقبلي: يمكن لأي طرف فيه التخلص من التزاماته بموجب الاتصال بسمسار وإبداء الرغبة في إقفال مركزه، والأمر 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 ويطلق عليه مخاطر تسويق العقد.

– تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في أي تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة والضرائب، هذه التكاليف تكون أقل كثيرا عندما يكون للعقد سوق منظم يتداول فيه، بما 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 حالة العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد، ومن ثمة فإن الفروق السعرية المحملة تكون كبيرة نسبيا. [1]

الفرع الثاني: تعريف الاوراق المهجنة وأنواعها

نتناول في هذا الفرع تعريف الأوراق المهجنة وأنواعها بشيئ من التفصيل.

الفرع الأول: تعريف الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية أي السندات وأدوات حقوق الملكية أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما [2]، وعليه فإن للأوراق المهجنة لها بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، وكما تحمل في نفس الوقت بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات حيث أنها خليط بينهما.

1– المرجع السابق ، ص240.

2– منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993، ص80.

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المهجنة:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة

أولا: الأسهم الممتازة: ويمكن تعريفها كما يلي:

- **التعريف الأول** : جزء من الملكية ولكن ليست حقيقية، حيث أنه لا يجوز لصاحب السهم الممتاز التصويت في الجمعية العمومية.

- **التعريف الثاني:** " مستند ملكية له قيمة اسمية، الدفترية، سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.[1]

فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية ،كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة ما دامت المؤسسة قائمة ومستمرة ،فهي ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

ثانيا: شهادات الاستثمار: وتعرف كما يلي:

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأسمالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة.

من خلال التعريف السابق نستنتج أن شهادة الاستثمار هي سهم عادي ليس له حق التصويت، ولحاملها الحق في الأرباح، والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة.

[1]- المرجع السابق، ص 68.

ثالثا: الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي:

تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم والسندات التي تصدرها شركات ذات رأس المال المتغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.

المبحث الثالث: الكفاءة و متطلبات تحقيقها في سوق الأوراق المالية

أضحى قيام أسواق الأوراق المالية ضروريا و خاصة مع اتساع دائرة النشاط الإقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال تداولاتهم التي تقع في البورصة، الأمر الذي يقتضي توفر المعلومات الكافية حول الأوراق المالية حيز التداول فيها حتى تتصف هذه السوق بالكفاءة. و جاء هذا الطلب لتبيين مفهوم هذه الكفاءة ،أنواعها، متطلبات تحقيقها و كذا مختلف صيغها من خلال العنصرين التاليين:

- كفاءة سوق الأوراق الالية و أنواعها؛
- متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق الاولية و صيغها المختلفة.

المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها

إن الحديث عن كفاءة سوق الأوراق المالية تستدعي الإهتمام بالكثير من الساسيات، المتمثلة في تحديد كل من مفهوم كفاءة السوق ثم التطرق لأنواع كفاءة السوق .

الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق

وفقا لمفهوم الكفاءة، يتوقع أن تستجيب أسعار السهم لكل معلومة جديدة يستقبلها المتعاملين في سوق الأوراق المالية، فتتجه أسعار السهم صعودا أو هبوطا حسب طبيعة الأنباء إن كانت سارة أو العكس، و بذلك تتغير نظراتهم اتجاه المنشأة المصدرة للسهم.

يعكس سعر سهم المنشأة في السوق الكفء جميع المعلومات المتاحة عنها، سواء كانت تلك المعلومات عبارة عن معلومات تنشرها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر السهم، أو قوائم مالية وتقارير حول الحالة الإقتصادية العامة لأداء المنشأة، فضلا عن ذلك فإن هذا السعر يعكس أيضا توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية و المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، و هذا لا يعني تطابق تقديراتهم المستقبلية و المخاطر المحيطة بها تماما بالرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق.[1]

[1] – عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع، عمان، ط1، 2008، ص32.

و ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم و خبراتهم في تعاملات هذه السوق، فهناك:

– المستثمرون قليلوا الخبرة، و تمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا عن الأسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية للأوراق المالية.

– المستثمرون المحترفون، و يتمتعون بقدر عال من الخبرة، و تقوم تصرفاتهم بالضغط الإيجابي على الأسعار في اتجاه القيم المحورية للأوراق المالية.

و نتيجة لهذا التفاوت في مستويات الخبرة و دقة التحليل بين المستثمرين، يتوقع وجود انحراف بين القيمة السوقية للورقة و القيم الورقية لها، ما يؤدي إل تحقيق أرباح غير عادية لفائدة بعض المستثمرين.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

في ظل الكفاءة يفترض عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم. أي أن هناك أثر فوري وسريع للمعلومات على أسعار الأوراق المالية في السوق، وأن المعلومات الجديدة الواردة تصبح معلومات متاحة دون وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وأخر عليها حيث يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازني للورقة المالية مما يجعل قيمتها السوقية مساوية لقيمتها العادلة أو القريبة منها جدا.

أولا: الكفاءة الكاملة

لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:[1]

– عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.

– للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأوراق المالية و ذلك دون شروط وبكل سهولة و يسر.

[1] – منير ابراهيم هندي، مرجع سابق ، ص501.

– توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جيع التعاملي متماثلة.

–وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.

– تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الإقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

لا تتحقق هذه الشروط لتجسيد الكفاءة الكاملة في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات و التنظيمات، و هناك تكاليف للمعاملات، و هذه تؤدي إل اختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية و القيمة الورقية لها، و هذا هو الأمر الشائع مهما بلغت درجة تقدم و تطور السوق المالية.[1]

ثانيا: الكفاءة الإقتصادية

في ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار السهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.[2]

[1] – صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية (الهية – الأهداف – السبل – مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر و التوزيع و الطباعة، القاهرة، ط1، 2003، ص47.

[2] – عصام حسين ، مرجع سابق ، ص33.

المطلب الثاني : متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيها عدة شروط وصيغ مختلفة وذلك بتقسيم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مستويات من كفاءة ضعيفة الى شبه قوية ثم الكفاءة القوية تطرقنا اليها بشيئ من التفصيل.

الفرع الأول: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها و عدالة فرص الإستفادة منها و تكاليف الحصول عليها. كما أن كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا.

و يستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من: [1]

أولا: الكفاءة التخصيصية

تعبر الكفاءة التخصيصية عن مدى القدرة على توجيه الموارد الإقتصادية إلى الإستخدامات البديلة مما يؤدي إلى أفضل تأثير ممكن، و يرى البعض أن السوق الكفء هي التي بإمكانها تحقيق التخصيص الكفء للموارد الإقتصادية المتاحة بحيث يتم ضمان توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر تفضيل بالنسبة للمجتمع، و يعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. و في هذا الإطار يمكن القول أن السوق يلعب دورين أساسيين، الأول مباشر و الثاني غير مباشر. فمن خلال الدور المباشر عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما فهم يشترون في حقيقة الأمر العوائد المستقبلية المنتظر أن تحققها هذه المؤسسة، و هذا يعني أن المؤسسات التي تعمل في مجالات تتوافق و تفضيلات المستهلكين سوف تحقق عوائد أعلى بما ينعكس على ارتفاع ربحيتها و زيادة العائد التي سوف تعطيه لحملة أسهمها، هذا ما يجعل المؤسسة في وضع يسمح لها من إصدار المزيد

[1] – عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار لجامعية، مصر، 2001، ص191.

من الأسهم بسهولة، كما يسمح لها بالإقتراض و هي في ظروف جيدة تؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها، أما الدور غير المباشر الذي تقوم به فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها.

ثانيا: كفاءة التسعير

تدعى بالكفاءة الخارجية، و في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق و كذا تحقق التوازن بين جانب العرض و الطلب، كما لا يستطيع أيا من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع و الشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق.[1]

ثالثا: كفاءة التشغيل

تسمى أيضا بالكفاءة الداخلية، و يمكن القول أن هذه الكفاءة قد تحققت إذا تم خلق التوازن بين العرض و الطلب دون تكبد المتعاملون تكاليف تعامل عالية، و بالتالي فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل. أما عن التعاملات و كذا الضرائب فهي تلعب دورا هاما في الحد من الكفاءة التسعيرية للسوق فكلاهما قد يقف عائقا أمام إتمام بعض التعاملات التي من شأنها الوصول بالسعر إلى ما يعكس القيمة الحقيقية للسهم على وجه الخصوص. كما تجدر الإشارة إل أن وجود عدد كبير من بيوت السمسرة و بيوت الخبرة و صناع السوق من شأنه أن يخلق جوا من التنافس بينهم في السوق، ما

1 – محمد مطر، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، مؤسسة الاوراق للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 1999، ص133.

يؤدي إلى خفض تكلفة التعاملات كما يؤدي بنتائج التحليل و الأبحاث إلى مستويات أعلى من الدقة أو بمعنى آخر يحسن من نوعية الخدمة المقدمة للمتعاملين في السوق.[1]

الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

قام كل من "هاري موربرت" و "بوجن فاما" بتقسيم كفاءة السوق المالي إلى ثلاث مستويات كما يلي: [2]

أولا: فرضية الكفاءة الضعيفة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق أن تكون أسعار الأسهم عاكسة لقيمتها التاريخية المحددة في الماضي، بمعنى أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم (قيمته السوقية) بالإعتماد على المعلومات التاريخية المتاحة عن أسعارها في الماضي، و لهذا فإن القيمة السوقية للسهم لا تعكس المعلومات الحقيقية و توقعات الأوضاع المالية للمنشأة المصدرة للسهم في المستقبل. [3]

ثانيا: فرضية الكفاءة شبه القوية

تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار السهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك العلومات عليها سواء تمثلت في معلومات متعلقة بالشؤون الدولية،أو الظروف

1 – عاطف وليم أدراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الامة، الاسكندرية، ط1، 2005، ص60.

2 – عبد الغفار حنفي ، مرجع سابق، ص155.

3 – محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، ط1، 2005، ص128.

الإقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية و غيرها من التقارير و التحليلات التي تتاح للجمهور. [1]

ثالثا: فرضية الكفاءة القوية

فحوى هذه الفرضية بأن المعلومات التي يعكسها سعر السهم في السوق هي جميع العلومات المتاحة للعامة و الخاصة، أي أن المعلومات المنشورة و المتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات و التي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم و كبار العاملين فيها، و تلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة و مهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، و في ظل هذه الظروف يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى و لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار في السوق و حتى و لو كان هو رئيس إدارة المنشأة المصدرة للسهم.[2]

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن قيام سوق للأوراق المالية في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية و التنظيمية و الإدارية، و هذا لتفادي العقبات التي تقف كحجرة عثرة أمام عملية تطويرها، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق و قيامها لدورها بفاعلية، و المقصود بالنجاح ليس زيادة أحجام التداول أو ارتفاع الأسعار، بل قيام السوق بواجبها، وهو توفير السيولة للمستثمرين.

و لذلك يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات و الشروط سوف نقوم بإدراجها في هذا المطلب عن طريق العناصر التالية:

-الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية؛

---

1 – زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية والنقدية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، الاسكندرية، ط1، 2008، ص204 .

2 – وليد الصافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص20.

-الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

و هي الشروط التي تتعلق بالمحيط الإقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية و منها: [1]

- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها و الحصول على أكبر عائد ممكن، و من غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الإقتصاد و تهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة للدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، و فتح رؤوس أموالها أمام المدخرين، الأمر الذي سيؤدي تلقائيا إلى تنشيط عملية الإدخار الذي يفضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية.

- الإستقرار السياسي و الإقتصادي و ذلك من خلال" توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الإقتصادية كمنهج عمل، و بالدور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، و مدى الرغبة لدى راسمي السياسات الإقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات و الفوائد الخاصة و نقلها إل أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج".

- وجود شركات الوساطة التخصصة في تحليل الاوضاع الالية للشركات المدرجة و الاقتصاد الوطني.

- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بجد معقول من استقرار قيمتها.

- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الادخار.

[1] - نادية أبو فخرة و محمود صبح ، الأسواق و المؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، ص125.

– توافر الوعي الاستثماري و الثقافة البورصية لدى الأفراد.

– وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم و فعال لما له من دور بالغ الأهية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز في التمويل.

– كما يعتمد نجاح سوق الأوراق الالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية و حماية لهذه السوق، و يتم ذلك عن طريق: [1]

– وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة و قوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة و الوساطة والوكالات لضمان التصريف و التجديد و الابتكار و زيادة ثقة المستثمرين بالأوراق الالية المتداولة.

– "وضع التشريعات و التنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص و طبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية و الاجتماعية لحماية المستثمرين و الإقتصاد الوطن".

– ضرورة توفير مؤسسات متخصصة في تحليل البيانات المالية و الإستثمارية.

– فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.

– وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للإختيار بين البدائل.

[1] – محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص37.

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

و يمكن إيجازها في ثلاث شروط أساسية:

أولا: شرط الحرية

يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية و بالتالي أكثر قدرة على جذب الإدخار و هي: [1]

– مبدأ تعايش قسمي السوق: فكلهما مهم و لازم للآخر و مكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية و طرحها للإكتتاب في البورصة و بالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى بتغطية إحتياجاتهم من السيولة.

– مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعي أو مشترين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

– مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: و ذلك من أجل تقليص المخاطر.

ثانيا: شرط السيولة

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توفرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه و هو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ: [2]

– مبدأ حرية الدخول و الخروج: أي سهولة الدخول و الخروج من و إلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

---

1 – محمود صبح، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة و النشر، القاهرة، ط3، 2000، ص140.

2 – المرجع السابق، ص142.

– مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بي المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز.

– مبدأ الإستقرارية: فتتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعي من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء بالمؤسسة المعنية، و مخاطر منظومية ناجمة عن عدم إستقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الإقتصادية، الإجتماعية و الثقافية.

ثالثا: شرط الشفافية

فيجب أن تتوفر للمدخر كافة العلومات الدقيقة و الصادقة التي يمكن الوصول إليها في أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة و كذا الملصقات واللوحات الإلكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر و يدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

و يمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية: [1]

– كوجود إدارة عامة ذات كفاءة و نزاهة تتصف بالحياد التام و لها القدرة على إتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

– كذا وجود إطار تشريعي و تنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات و التغيات المالية و الإقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية و يعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية و يمنع التلاعب أو الإستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم و بين الوسطاء.

[1] – محمود أمين زويل ويونس البطريق ، مرجع سابق، ص83.

خلاصة الفصل

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقا بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان لآخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشترين وتصنف الأسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل عملية التقييم ويسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستشاري الملائم، ومتطلبات أساسية على مستوى الكلي ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد زاد اهتمام إدارة السوق إلى بكفاءة الأسواق الأوراق المالية ومؤشراتها من جهة.

Contents

تمهيد: 2
المبحث الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية 3
المطلب الأول: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى 3
الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية 4
الفرع الثاني: تعريف السوق المالية 7
الفرع الثالث: مكونات سوق الأوراق المالية: 9
المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها ووظائفها 12
الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية: 12
الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية 13
المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية 16
الفرع الأول: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية 17
الفرع الثاني: المتعاملون 18
المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية 24
المطلب الأول: ماهية الأسهم 24
الفرع الأول: تعريف السهم ومختلف قيمه 24
الفرع الثاني: أنواع الأسهم وخصائص كل منها 28
الفرع الثالث: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم 33
المطلب الثاني: ماهية السندات 35
الفرع الأول: تعريف السند 35
الفرع الثاني: أنواع السندات 37
الفرع الثالث: خصائص واهتلاك السندات 39
المطلب الثالث: المشتقات والأوراق المهجنة 42
الفرع الاول: المشتقات وأنواعها 42
أولا: تعريف المشتقات 42
ثانيا: أنواع المشتقات 42
الفرع الثاني: تعريف الاوراق المهجنة وأنواعها 48
الفرع الأول: تعريف الأوراق المهجنة 48
الفرع الثاني: أنواع الأوراق المهجنة: 49
المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات تحقيقها 51
المطلب الأول : كفاءة سوق الأوراق المالية و أنواعها 51
الفرع الأول: مفهوم كفاءة السوق 51
الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية 52
المطلب الثاني : متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية و صيغها المختلفة 54
الفرع الأول: متطلبات تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية 54
الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية 56
المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية 57
الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية 58

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية 60
خلاصة الفصل 62

الفصل الثاني

الإطار المفاهيمي للإستثمارات الأجنبية غير المباشرة

تمهيـــــد:

لقد أصبح موضوع الاستثمار من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية والمالية والمصرفية والإدارية وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي شهدتها المجتمعات المتقدمة. هذه التطورات صاحبها تطور مماثل في دراسة الاستثمار ومجالاته المختلفة.

لذا تظهر أهمية دراسة هذا الموضوع خصوصًا للبلدان النامية التي عليها الاهتمام أكثر علميًا وعمليًا بموضوعات مجالات وأدوات الاستثمار الأكثر موائمة ونفعًا لهذه المجتمعات، من خلال التحسين من كفاءة هذه الاستثمارات بقصد تعظيم العوائد المحققة باتباع طرق تضمن زيادة الادخار لدى المواطنين ومن ثم توجيه المدخرات نحو مجالات الاستثمارات المختلفة واختيار الأدوات التي تساهم في خلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد.

وتأسيسا على ما تقدم ذكره سنتطرق إلى المحاور التالية:

المبحث الأول: الاطار المفاهيمي للاستثمار الأجنبي؛

المبحث الثاني:أدوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر؛

المبحث الثالث: أسواق رأس المال الدولية.

المبحث الأول : الاطار المفاهيمي للاستثمار الأجنبي

تعتبر الإستثمارات بصفة عامة و الإستثمارات الأجنبية بصفة خاصة محور إهتمام الباحثين و رجال الأعمال في كل من الدول النامية و المتقدمة ، و ذلك منذ بداية النصف الثاني من القرن الماضي .

و على هذا الأساس كان واجبا علينا في هذا المبحث أن نعرف بالإستثمار و الإستثمار الأجنبي على وجه الخصوص الذي يعتبر موضوع بحثنا .

المطلب الأول: ماهية الاستثمار الاجنبي

سوف نحاول في هذا المطلب إعطاء مفاهيم عامة حول الاستثمار بالإضافة إلى أهداف الاستثمار ومخاطره مع تحديد أهم الفروقات بين الاستثمار والمضاربة

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار

بالنظر إلى التعريفات التي ذكرها الاقتصاديون في تعريف الاستثمار، نرى أن هناك تباينا في الاعتبارات التي انطلقوا منها لتعريف الاستثمار، ولقد أجملها كلها في عدة تعاريف:

- يعرف الاستثمار في الفكر الاقتصادي الوضعي بأنه " الإنفاق على الأصول الرأسمالية خلال فترة زمنية معينة". [1]
- الاستثمار هو "كافة ما ينفق على الإضافات إلى المخزون من المواد الأولية أو السلع الوسيطة أو السلع النهائية أو الإنفاق على شراء الأسهم والسندات التي تتم بين الأفراد وبعضهم البعض وبين الأفراد والشركات الصناعية خلال فترة زمنية معينة". [2]

---

[1] – عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية للنشر، بيروت، 1980، ص444.

2 -المرجع نفسه، ص445.

- كما تم تعريفه كذلك:" إن الاستثمار يعني التضحية بانفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد المتوقع بثمن التضحية والحرمان والانتظار طيلة فترة الاستثمار". [1]
- ويمكن تعريف الاستثمار بأنه " استخدام المدخرات في تكوين الاستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة، اللازمة لعمليات إنتاج السلع و الخدمات، والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القـــائمة أو تجديدها". [2]

وفي الأخير نقدم بعض المفاهيم المختلفة للاستثمار نوجزها لتساعدنا على توضيح دراستنا بشكل اكبر

أولا: الاستثمار المباشر: هو تعامل المستثمر بصورة تلقائية مع الأسواق المالية مثل أسواق النقد أو أسواق المال أو أسواق المشتقات وذلك من خلال الوسطاء (سماسرة تلك الأوراق).

ثانيا: الاستثمار غير المباشر: يقصد بالاستثمار غير المباشر كل إستثمار في الأوراق المالية،بحيث يقوم الأشخاصالطبيعين و المعنويين المقميين في دولة ما بشراء أوراق مالية للشركات وبالتالي فإن هذا النوع لا يعطي للمستثمر حق الادارة إلا ما يكسبه من مساهمة في الشركة ضمن ما يكسبه باقي الشركاء [3]

كما أن وجود الأسواق المالية المتحررة و المتطورة تعكس قوتها في جلب المزيد من رؤوسالأموال و تسمى بـــ * إقتصاديات الأسواق المالية * ، كما تعتبر الضرائب المباشرة على أرباح السندات و الاسهم ذات تأثير كبير على حجم الطلبعلى الإستثمارات الأجنبية غير المباشرة .

---

[1] – طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، 1997، ص30.

2 – المرجع السابق، ص37.

– حامد عبد المجيد دراز، دراسات في السياسات المالية، دار الجامعة للطباعة، مصر،1989، ص20.

و في ظل هذا النوع من الإستثمارات لا يكون للمستثمر الأجنبي مالكا لجزء أو لكل المشروع و لا يتحكم في إدارة المشروع.[1]

كما يسمى في غالب الأحيان بالإستثمار في محفظة الأوراق المالية المتمثل في شراء أصل بهدف كسب معدل فائدة محدد مسبقا كما يتصف هذا النوع بقلة درجة المخاطرة فيه في الدول المضيفة.

– يعرف هذا النوع من الإستثمار في كثير من الأحيان على أنه الإستثمار في محفظة الأوراق المالية بحيث يقوم المستثمر في هذه الحالة بالإستثمار عن طريق توظيف أمواله في أسواق المال الدولية مقتنعا بما يجلبه هذا النوع من الأرباح[2].

من خلال ما تقدم من تعاريف يمكن الإتفاق على أن الإستثمار الأجنبي غير المباشر يقصد بهالإستثمار في أسواق المال الدولية (البورصات) بشراء أسهم أو سندات مع عدم التحكم في إدارةالشركة التي طرحت تلك الأسهم و السندات .

ثالثا: أسواق النقد: الأسواق التي تتداول فيها الاوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والمصارف التجارية ومن أمثلتها شهادات الايداع، الكمبيالات المصرفية، الاوراق التجارية ، اذون الخزانة.

رابعا: أسواق راس المال : تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

خامسا: أسواق المشتقات: هي أيضا أسواق تتعامل مع الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

– أبو قحف عبد السلام ، نظرية التدويل و جدوى الإستثمار الأجنبي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر،1999، ص 22.

–المرجع السابق ، ص 20.

الفرع الثاني: أهداف الاستثمار ومخاطره

نتطرق الى الهداف العام للاستثمار والمخاطر النظامية وغير النظامية لننتقل الى التمييز بين الاستثمار والمضاربة

أولا: الهدف العام للاستثمار: هو تحقيق العائد أو الربح، بالإضافة إلى تنمية الثروة

- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الحاجات

- المحافظة على قيمة الموجودات

ثانيا: مخاطر الاستثمار : بصفة عامة فإن مخاطر الاستثمار بكل بساطة هي عدم التأكد من تحقق العائد المتوقع. وتختلف المخاطرة حسب اختلاف مجال الاستثمار.

وهي عمومًا : **مخاطر نظامية :** وهي لا ترتبط بنوع معين من الاستثمارات بل تصيب جميع مجالات الاستثمار "مخاطر متعلقة بالأسواق، عوامل سياسية".

ومخاطر غير نظامية : تشمل تغيرات في أسعار الفائدة، تدهور العمليات الإنتاجية.

وتظم : مخاطرة العمل، مخاطرة السوق، السعر، المخاطرة المالية. . . الخ.

الفرع الثالث: التمييز بين الاستثمار والمضاربة

إن الاستثمار هو توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الربح.

أما المضاربة هي توظيف مال بهدف تحقيق العائد أو الربح "نقص الشيء".

لكن يمكن التمييز بين المفهومين على أساس المخاطرة، إذن أن المضاربة هي اقتراضالمخاطرة العالية للحصول على الأرباح وهي المراهنة بالأموال للحصول على الأرباح.

كما يمكن التمييز حسب الحافز، إذ أن المضارب يقدم على المتاجرة في أسواق الاستثمار، نجد أن قرارات الاستثمار تبنى عادة على مؤشر العائد، أما المضاربة فتبنى على مؤشر التداول[1].

1 – طاهر حيدر حرد ، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر،الأردن، 1997، ص22.

المطلب الثاني: مجالات الاستثمار

يقصد بمجال الاستثمار نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجالات الاستثمار أكثر شمولا من معنى أداة الاستثمار. فإذا كنا نتحدث مثلا عن استثمارات حقيقية أو استثمارات مالية، فإننا نتجه نحو مجال الاستثمار، أما إذا وجدنا مستثمرًا يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف مستثمر آخر يوظف أمواله في سوق العملات الأجنبية فإن تفكيرنا يتجه في هذه الحالة يتجه نحو أداة الاستثمار.

وبشكل عام تختلف مجالات الاستثمار، ويمكننا تبويب مجالات الاستثمار من زوايا مختلفة، حيث توجد في هذا الصدد عدة تبويبات ولكن نحاول التطرق لأهم هذه التبويبات المتعارف عليها وهي : التبويب الجغرافي النوعي، حسب الهدف من الاستثمار، حسب مدة الاستثمار، والتبويب حسب طبيعة الاستثمار.

الفرع الأول: التبويب الجغرافي لمجالات الاستثمار

تنحصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية وأجنبية. [1]

أولا: استثمارات محلية : ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي تم اختيارها للاستثمار، وقياسًا على ذلك فإن الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أوراق مالية. . . الخ.

ثانيا: استثمارات أجنبية : وتشمل كل الاستثمارات التي تقوم على رؤوس الأموال المهاجرة من جلاء المستثمر إلى البلاد المضيفة للاستثمار.

1 – عبد المعطي رضا أرضيد و حسين علي خربوش ، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،دار الزهران للنشر،الأردن، 1999، ص34.

ويمكن **تعريفها** بشكل آخر[1] : "الاستثمارات الخارجية هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف للاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم".

نجد أن للاستثمارات الخارجية مجموعة من المزايا، كما أن لها عيوب أيضًا، ومن أهم مزاياها أن :

- توفر الاستثمارات الأجنبية على مرونة كبيرة في اختيار أدوات استثمارية ذات عائد مرتفع.
- تنويع الأدوات الاستثمارية تمنح المستثمر توزيع مخاطر الاستثمارات.
- تتميز مجالات الاستثمارات بوجود أسواق منتظمة ومتخصصة لتبادل جميع أدوات الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، أسواق السلع، الذهب وأسواق العقار.
- تتوفر في هذه الأسواق قنوات اتصال نشطة إضافة إلى خبرات متخصصة من المحللين الماليين.
- توفر العديد من الامتيازات تمنحها الدول المضيفة للاستثمارات الأجنبية منها مثلا : الإعفاءات والحوافز الجبائية.

لكن ومع المزايا المتعددة المشار إليها أعلاه، فإن لهذا الصنف من الاستثمارات بعض الاعتبارات التي لا بدّ من مراعاتها من قبل المستثمرين، لعل من أهمها : ارتفاع درجة

1 – محمد مطر ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع،الأردن، 1999، ص 30.

المخاطرة المرتبطة باحتمالات تغير الظروف السياسية والأمنية خاصة في الدول النامية إلى تغيرات معدلات التضخم إضافة إلى مخاطر أسعار الصرف. . . الخ.

الفرع الثاني: التبويب النوعي لمجالات الاستثمار

تبوب الاستثمارات من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى :[1]

أولا: استثمارات حقيقية أو اقتصادية

يعتبر الاستثمار حقيقيا إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة المجتمع، وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة. والاستثمارات الحقيقية تشمل جميع أنواع الاستثمارات ما عدا الاستثمار في الأوراق المالية ومن أمثلة ذلك، المشاريع الاقتصادية، العقارات، الذهب، السلع والخدمات. . . الخ، حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل القومي مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة، لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات. ونجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهو ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها :

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة
- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيًا : "تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين. . . الخ.
- اختلاف درجة المخاطرة في الاستثمار الحقيقي من أصل لآخر مع الإشارة هنا إلى أن الأصول غير متجانسة مما يزيد في صعوبة التقييم.

1 – عبد المعطي رضا أرضيدوحسين علي خربوش ، مرجع سابق ، ص34.

ثانيا: الاستثمارات المالية

وهي تشمل الاستثمار في سوق الأوراق المالية ويتمثل في حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي، يتخذ شكل حصة في رأس مال شركة "سهم أو سند" ويتمثل هذا الأصل المالي حقا ماليًا يكون لصاحبه الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد بشكل قانوني. هذا الحق يتمثل في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية.

أما عملية تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي عمومًا لا تنشأ عنها أية منفعة اقتصادية إضافية للناتج القومي، رغم التغير الحادث في أسعار هذه الأوراق، إلا إذا كان إصدار هذه الأسهم يهدف لتمويل عملية توسع لصالح مؤسسة معينة أو خلق مشروع جديد محتمل. فهنا تمثل مساهمة في خلق قيمة إضافية، وكما هو الحال في الأصول الحقيقية يوجد للأصول المالية مزايا وعيوب، لعل أهمها المخاطرة التي تصاحب الاستثمار فيها. لكن المزايا هنا تفوق العيوب إلى حد كبير، وهذا ما جعل الأسواق المالية أكثر مجالات الاستثمار استقطابا لأموال المستثمرين أفرادًا ومؤسسات. وسنتولى عرض هذه المزايا بالتفصيل في مكان لاحق.

الفرع الثالث: التبويب حسب الهدف من الاستثمار

حيث يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى استثمارات توسعية، استراتيجية واستثمارات في مجال البحث والتطوير[1].

أولا: استثمارات توسعية

حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية والبيعية للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة الوحدوية للمنتجات.

---

[1]- المرجع السابق، ص36.

ثانيا: استثمارات استراتيجية

يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون نسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار استراتيجي معين.

ثالثا: الاستثمار في مجال البحث والتطوير

إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة ونجد أن هذا الاستثمار يهدف أساسًا إلى تدنئة التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وهذا عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق.

يمكن الإشارة إلى أنه قد نجد أن استثمار معين يجمع بين عدة أنواع في نفس الوقت، كالاستثمارات التوسعية مثلا : فقد تؤدي أيضًا إلى تحقيق أغراض استراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

الفرع الرابع: التبويب حسب مدة الاستثمار

حيث تصنف الاستثمارات في هذا المجال إلى [1]:

أولا: استثمارات قصيرة الأجل

وهي استثمارات التي يتم إنجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبيًا، حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ونجد أن لهذا الصنف من الاستثمارات عدة أشكال، إلا أن الأكثر انتشارًا في الاستثمارات المالية، حيث نجد في هذا الصدد، الودائع الزمنية لمدة أقل من سنتين، التسهيلات الائتمانية القصيرة الأجل.

1 – عقيل جاسم ، مدخل في تقييم المشروعات،دار حامد للنشر والتوزيع،مصر،1999، ص 43.

ثانيا: استثمارات متوسطة الأجل

حيث يتم إنجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين ولا تزيد عن سبع سنوات ولهذه الاستثمارات عدة أشكال حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشارًا، مثل : مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات. . . الخ.

ثالثا: استثمارات طويلة الأجل

نجد أن هذا الصنف من الاستثمارات يتم إنجازها في مدة عمومًا تفوق سبع سنوات وتشمل الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبيًا كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع : عقارات للكراء، الفنادق، المباني التابعة للمؤسسة نفسها مثلا : مبنى الإدارة، مبنى المخزن. . . الخ.

الفرع الخامس: التبويب حسب طبيعة الاستثمار

حيث تصنف الاستثمارات في هذا النطاق إلى [1]:

أولا: الاستثمار المادي

حيث يعبر هذا الصنف عن موجودات المؤسسة من الأصول المادية الملموسة : العقارات، الآلات والمعدات المستعملة في النشاط.

ثانيا: الاستثمار البشري

ويطلق على هذا الصنف من الاستثمار : رأس المال البشري، حيث يُعتبر عملية توظيف شخص ذو كفاءة معينة في مشروع أو مؤسسة ما، نوعًا من الاستثمار، باعتبار أن ما يقدمه هذا الشخص من خدمات لمصلحة المؤسسة يؤدي إلى زيادة الإنتاجية وبالتالي الربحية. حيث يجب الإشارة إلى ضرورة مراعاة أن تكون القيمة المضافة لهذا العامل أكبر من تكلفته على المؤسسة.

كما أن تكاليف تكوين وتدريب العمال تعتبر نوعًا من أنواع الاستثمار في المجال البشري.

---

1 – المرجع السابق، ص 43.

المبحث الثاني: ادوات الاستثمار الاجنبي غير المباشر

تتعدد وتتنوع أدوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وذلك وفقا لطبيعة ونوعية الإستثمار في حد ذاته فقد يكونالإستثمار حقيقي وقد يكون مالي كما قد يكون لمدة قصيرة أو لمدة طويلة وفي كل الحالات ستختلفالأداة المستخدمة في عملية الإستثمار.

لهذا تطرقنا في هذا المبحثشيء من التفصيل الى أدوات سوق رأس المال الحاضرة، أدوات سوق رأس المال المستقبلية و أدوات سوق النقد.

المطلب الأول : أدوات سوق رأس المال الحاضرة

تعد الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) هي السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال وفيما يلي نتطرق للأوراق المالية طويلة الأجل التي تمثل أهم أدوات سوق رأس المال الحاضرة (الفورية) :

الفرع الأول: الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية حق ملكية لحامها في الشركة التي قام بشراء أسهمها وعند انقضاء الشركة سواء بالبيع أو التصفية يحصل حملة الأسهم العادية على مقابل حصصهم بعد استبعاد ديون الشركة وأيه مستحقات عليها .

فالسهم العادي صك ملكية وله ثلاثة قيم ، قيم اسمية ،قيم دفترية ، وقيمة سوقية ، والقيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات ، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.[1]

---

[1]– عصران جلال عصران،الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية ، دار التعليم الجامعي،الاسكندرية، 2010، ص235.

والقيمة السوقية للسهم تعتبر هي التقييم الحقيقي للسهم العادي وهي تتوقف على العائد التوقع تولده نتيجة الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يحصل عليها المستثمر وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهمالذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم كامل وربما اكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الاسهم المتداولة وعادة عملية استحقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الإرادية للمنشأة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية

ويعتبر هذا النوع من الاسهم الاكثر شيوعا ، وهو ايضا عبارة عن حصة في ملكية المنشاة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الاخرين، كما يحق لحامل السهم العادي الاشتراك في إدارة المنشأة. [1] وهناك عدة نقاط هامة تتعلق بالأسهم العادية منها:

- لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداده فليس أمام حامل السهم سوى عرضه في سوق الأوراق المالية.
- في حالة إفلاس الشركة مصدرة الأسهم ليس هناك ما يضمن لحامل السهم استرداد قيمة ما دفعه لشراء السهم.
- ليس من حق صاحب السهم العادي المطالبة بنصيبه من الارباح إذا لم تحقق الشركة أرباح وتقرر توزيعها إلا انه له الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل وله الحق كذلك في التصويب في الجمعية العمومية كما ان مسئوليته محدودة بحصته في رأس المال.

وتتمثل المنفعة من وراء اقتناء الأسهم العادية في شكلين أساسيين :

[1]– محمد يونس خان وهشام صالح غرايبة ، الإدارة المالية،مركز الكتب الاردني،الأردن،2005، ص196.

أولهما التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية وعادة توقيت ومبلغ تلك التوزيعات يكون غير محدد فقد تزيد او تقل مبالغ تلك التوزيعات وقد لا يحصل عليهما حملة تلك الأسهم على الإطلاق.

بينما تتمثل المنفعة الثانية في الزيادة في قيمة السهم وذلك عند توقع التحسن في آداء الشركة مصدره الأسهم والعكس يحدث في حالات توقع اخفاق الشركة مصدره الأسهم .

بالإضافة الى الاسهم العادية التقليدية توجد انواع اخرى من الاسهم العادية ظهرت في السنوات الاخيرة وهي الاسهم العادية للأقسام الانتاجية ، الاسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة الاسهم العادية المضمونة وفيما يلي الاشارة لهذه الانواع وتناولها بصورة مبسطة:[1]

أولا: الأسهم العادية للأقسام الانتاجية:

وفكرة هذا النوع من الاسهم العادية ترجع الى بعض الشركات الامريكية في الثمانينات حيث قامت باصدار اسهم عادية يرتبط كل نوع منها بالارباح التي يحققها قسم معين في الاقسام الانتاجية داخل الشركة.

ثانيا: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة

الأصل ان التوزيعات التي يحصل عليها حملة الاسهم العادية لا تعتبر جزء من الاعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الامريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصص من اسهمها العادية الى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الاسهم من الايرادات قبل احتساب الضريبة كما نص على اعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الاسهم من دفع ضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

1- المرجع السابق، ص197.

وفي ظل خطة مشاركة العاملين في ملكية الشركة تقوم وحدة تنظيمه مختصة بالحصول على قرض طويل الاجل بهدف استخدام حصيلته في شراء جزء من الاسهم العادية اي حصة من رأس مال الشركة التي يعملون بها ويتم سداد القرض وفوائده من التوزيعات التي تتولد عن الاسهم المشتراة وكذلك من مساهمات تقدمها الشركة مصدره الاسهم على ان تخصم قيمة تلك المساهمات من الايرادات قبل حساب الضريبة .

ولا شك ان الخصم الضريبي الذي يستفيد به المقرض يجعله في موقف يسمح له بتخفيض سعر الفائدة على القرض ومن ثم تخفيض تكلفة شراء السهم .

كذلك فإن خصم التوزيعات قبل حساب الضريبة يعد دافعا للمنشأة لتقديم مساهمتها لزيادة حصيلة الموارد المستخدمة في شراء الاسهم ويمكنها ان تقدم بعض الاسهم كضمان للحصول على القرض.[1]

ثالثا: الاسهم العادية المضمونة

الاصل في الاسهم العادية انه ليس لحاملها الحق في الرجوع على المنشأة التي اصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية الا انه في عام 1984م ظهرت لأول مرة اسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض اذا انخفضت القيمة السوقية للسهم الى حد معين خلال فترة محددة عقب الاصدار.

وعلى ذلك فالمستثمر امامه فرصة لتحقيق الارباح الرأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة السوقية كما ان مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط اذا انخفضت القيمة السوقية الى اقل من المستوى المحدد للتعويض وعلى ذلك فإنه في هذه الحالة لا يوجد حد اقصى لأرباح اما الخسائر فمحدودة بالفرق بين سعر الشراء والسعر الادنى للقيمة السوقية المحدد عندها التعويض غير انه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الامريكية اسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض[2]. وقد يكون

---

[1]– عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص236.

[2]– منير ابراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال،منشأة المعارف،الاسكندرية،1999، ص19.

التعويض لحامل الاسهم العادية المضمونة في حالة تراجع اسعار السوق للسهم عن السعر المحدد في شكل اصدار اسهم عادية او في صورة نقدية او في صورة اسهم ممتازة .

فالأسهم العادية المضمونة تحقق مزايا الحماية لبنوك الاستثمار التي تضطلع بمسؤولية الاصدار مثل هذه الحماية من شأنها ان تشجع على تأسيس المزيد من تلك البنوك وزيادة المنافسة بينها بما يسهم في تخفيض تكلفة الاصدار مما يترك اثره على كفاءة السوق ، يضاف الى ذلك ان الاسهم المضمونة من شأنها ان تؤدي الى ضمان التصريف الكامل للإصدار وهو ما يعني توفير الموارد المالية للمنشآت.

الفرع الثاني: الأسهم الممتازة

السهم الممتاز يمثل حق ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الاسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الاسهم المصدرة ، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولا يحق له المطالبة بالارباح الا اذا قررت الادارة توزيعها وأن مسؤولية حامله محدودة بقيمة السهم [1]،وحامل السهم الممتاز له اولوية على حملهم الأسهم العادية في اموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم ولا يحق لحملة الاسهم العادية الحصول على توزيعات ما لم يحصل حملة الاسهم الممتازة على التوزيعات .

كما يعطي لحاملها افضلية على المساهمين العاديين تتمثل بتحديد سنة ثابتة من المردودية لهذه الاسهم تحدد عند الاصدار وتحديد هذه النسبة المسبقة للعوائد.[2]

وتلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات :

- اذا كانت كلفتها اقل من كلفة الاسهم العادية، سيما ان هذه الاسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها.

---

[1]– منير ابراهيم هندي ، إدارة البنوك التجارية ، ط3 ،المكتب العربي الحديث،الاسكندرية،1996، ص279.

[2]– جمال ناجي ، ادارة محفظة الاوراق المالية ،المؤسسة الجامعية للدراسات،لبنان،ط1،1998، ص14.

- عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات او الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة.
- عندما تنوي الشركة التوسع في اعمالها او زيادة رأس مالها وكذلك في حالة زيادة الاعباء على هذه الشركة.

فالاسهم الممتازة تتميز كمصدر تمويل للمنشأة ، وذلك لعدم التزام المنشأة بسدادها في تاريخ معين او عدم دفع تكاليف على راس المال المقدم من المساهمين، الا في حالات تحقيق الارباح فانهم يتقاضون جزءا منها.[1]

الى جانب الاسهم الممتازة التقليدية هناك أسهم ممتازة ذات التوزيعات المتغيرة (الاصل ان التوزيعات على الاسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم وفي عام 1982 ظهرت في الولايات المتحدة الامريكية ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزانة على ان يجري تعديل على نصيب السهم من الارباح مرة كل ثلاث شهور بناءا على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت وهي حق ستفيد منه المستثمر ويتيح له المشاركة في اتخاذ القرارات لادارة المنشأة وخاصة تلك التي ترتبط بمصلحة مستثمر الا وهي اقرار التوزيعات لحملة الاسهم الممتازة [2]

القابلة للتحويل وهي فرصة تحويل الاسهم الممتازة الى اسهم عادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي فيحقق عائدا جيدا مع مراعاة الظروف المحيطة. [3]

---

[1]– كنجو عبود كنجووابراهيم وهبي فهد، دار المسيرة للنشر والتوزيع،عمان،ط1، 1997، ص63.

[2]– محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع ،الاردن، 2005، ص103.

[3]– ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي،دار وائل للطباعة للنشر،عمان،ط1، 1999، ص214.

الفرع الثالث: السندات

السندات من الاوراق المالية ذات العائد الثابت فهي تعطي عائد محدد لا يتجاوز العائد المحدد والمنصوص عليه وانها تختلف عن الاوراق المالية ذات العائد المتغير مثل الاسهم العادية حيث انه في حالات تحقيق المنشأة لأرباح متزايدة ينعكس ذلك على تزايد حصة حملة الاسهم العادية من الارباح بينما حملة السندات لا يحصلون الا على حصتهم المنصوص عليها فقط، اما في حالة تراجع اداة المنشاة فان حملة الاسهم العادية هم اول من يتعرضون لمخاطر انخفاض التوزيعات وانخفاض التوزيعات وانخفاض القيمة السوقية لأسهمهم.

فالسندات التي تصدرها منشآت الاعمال تعتبر بمثابة عقد او اتفاق بين المنشأة والمستثمر وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني باقراض الطرف الاول (المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.[1]

والسند قد يكون لحامله وبذلك يكون ورقة مالية قابلة للمداولة بالبيع او الشراء او التنازل كما يحصل اصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن اداء الشركة لذا يقال أن "حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة"[2] .

كما انه عند التصفية فان الاولوية هي لصاحب القرض قبل حملة الاسهم العادية والممتازة [3].

---

[1]– عبد الحميد محمد الشواربي ، ادارة المخاطر الائتمانية،منشأة المعارف،الاسكندرية، 2002، ص120.

[2]– محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والاوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة،الدار الجامعية،القاهرة، ط1، 1998، ص14.

[3]– سيد الهواري ، الادارة المالية ،مكتبة عين الشمس،مصر، ط6، 1996، ص210.

ومن خلال التعريف يتضح ما يلي [1]:

- السند اداة استثمارية وادخارية في آن واحد .
- حامل السند دائن للجهة المصدرة (القيمة الاسمية والفوائد)
- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية ، ويتخلف هذا التداول باختلاف الشكل الذي يصدر فيه .
- حامل السند ليس له الحق في التدخل في شؤون تسيير المؤسسة .
- عند التصفية او الافلاس تمنح الاولوية لحملة السندات على حملة الاسهم.

أولا: سندات لا تحمل معدل كوبون

وهي تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

ثانيا: سندات ذات معدل الفائدة المتحرك

وهو نوع استحدث في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات. وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق .

الجدير بالذكر أن الهيئة العامة لسوق المال في مصر أتاحت للشركات إصدار صكوك تمويل ذات عائد متغير.

1- ارشد فؤاد التميمي و اسامة عزمي، الاستثمار في الاسواق المالية ،دار الميسرة للنشر والتوزيع،عمان، ط1،2004، ص86.

ثالثا: سندات ذات الدخل

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا. ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تحقق فيها أرباحا من أرباح سنة لاحقة.[1]

رابعا: السندات الرديئة

استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس المال الخاص بالمنشاة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق وعادة ما يترتب عن ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقضي أن يكون معدل الكوبون مرتفع ليعوض تلك المخاطر.

خامسا: سندات المشاركة

تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل وفي جزء من الأرباح المنظمة.

المطلب الثاني: أدوات سوق راس المال المستقبلية

تختلف طبيعة أسواق راس المال الآجلة عن اسواق راس المال الحاضرة او الفورية ففي أسواق راس المال الفورية تمثل الورقة المالية صكا يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد او الحق في أصول منشاة ما أو الحقين معا فحمله الأسهم العادية و الاسهم الممتازة مثلا لهم الحقي في جزء من العائد الذي يتولد عن عمليات المنشاة كما ان لهم نصيب في أصولها وان كان ليس من حقهم المطالبة به لاسيما وان المنشاة ما تزال مستمرة،[2] كذلك فان لحمله السندات نصيب في الارباح يتمثل في

1- عصران جلال عصران، مرجع سابق ، ص243.

2- المرجع السابق ، ص250.

الفؤادالمستحقة ونصيب في الاصول يتمثل في الاصول المرهونة مقابل السندات المصدرة او في الاصول بصفة عاملة وذلك في حالة الافلاس او التصفية .

لذلك فالأسواق الفورية تتعامل في اوراق مالية طويلة الاجل (الاسهم والسندات) تم تسليمها وتسلمها فوراتمام الصفقة اما الاسواق المستقبلية فهي اسواق تتعامل ايضا في الاسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وتتعدد اسواق الاختيار واسواق العقود من اهم اشكال الاسواق المستقبلية وفي بعض الاحيان يطلق عليها المشتقات و وجود نوعين من الاصول المالية يمثل النوع الاول اصول مالية حقيقية واساسية وهي الاوراق المالية التي تباع بواسطة منظمات الاعمال او الحكومة .

بينما يمثل النوع الثاني اصول مالية مشتقة وهي التي تشتق من اصول مالية موجودة سبق واصدارها بوساطة منظمات الاعمال او الحكومة وان الخيارات والعقود المستقبلية هي اهم اشكال المشتقات وفيما يلي التعرض لهذين النوعين أي الخيارات والعقود المستقبلية وتناولهما بشيء من التفصيل.

الفرع الأول: الخيارات

على عكس الاسهم والسندات التي تتداول في الاسواق الحاضرة والتي تعطي لحاملها الحق في جزء من ملكية او ارباح المشنشاة او الحقين معا ، لا يتيح الاختيار لحامله هذا الحق الا بعد تنفيذه ليصبح سهما او سندا والاختيار هو ورقة مالية مشتقة وبمعنى انه ليس لها قيمة في ذاتها فقيمتها مستمدة من الورقة المالية محل الاختيار والاختيار قد يكون اختيار شراء او اختيار بيع يعطي لحامله الحق في شراء او بيع ورقة مالية خلال فترة محددة (الاختيار الامريكي) او تاريخ محددة ،(الاختيار الاوربي) بسعر متفق عليه مقدما ونظرا لان لمشتري والاختيار والحق في تنفيذ عقد الاختيار او عدم تنفيذه فانه يدفع لمن اعطاه هذا الحق (محرر الاختيار) مكافأة غير قابلة للرد تمثل قيمة شراء هذا الاختيار

ولا يعطي اختيار الشراء لحامله حقا مباشرا في ملكية المنشاة او ارباحها طالما لم يتم تنفيذه اي طالما لم يتحقق لمشتري الاختيار ملكية الورقة المالية محل الاختيار.[1]

فالخيار يتمثل في عقد بين طرقين احدهما مشتري الخيار والاخر بائع او محرر الخيار وبموجبه يكون الطرف الاول اي المشتري الحق في ان يشتري (اذا ما رغب) للطرف الثاني اصلا معينا لسعر معين وفي تاريخ معين او خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقبل ان يقوم الرف الاول (المشتري) بدفع علاوة او مكافاة معينة لطرف الثاني .[2]

وتوجد ثلاثة انواع من عقود الاختيار وهي اختيار البيع واختيار الشراء واختيار البيع والشراء معا اما اختيار البيع فهو يتيح للمستثمر فرصة لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق المالية يمتلكا ويتم ذلك بالتعاقد مع شخص اخر او طرف اخر يسمى بمحرر وحق الاختيار لديه استعداد لشراء الاوراق المالية التي بحوزته وذلك بالسعر السائد في السوق وقت ابرام العقد ولكن التنفيذ يتم بعد فترة زمنية يتم التعاقد عليها مسبقا ويتم وفقا لنصوص الاتفاق ان يدفع المستثمر ومكافاة لطرف الاخر وغير قابلة للاسترداد وتكون هذه المكافاة لاعطاء المستثمر فرصة اختيار لتنفيذ العقد او عدم تنفيذ العقد وبذلك سميت هذه العقود بعقود الاختيار.

اما اختيار الشراء فيتم تعاقد المستثمر على شراء بعض الاوراق المالية حال توقعه ارتفاع هذه الاوراق او حال توقعه بوجود انتعاش في الاسواق المالية ومن اجل استفادة المستثمر من ارتفاع الاسعار فانه يتعاقد مع طرف اخر (محرر عقد الاختيار) بشراء اوراق مالية على ان يتم تحديد السعر مسبقا (وهو السعر السائد في السوق وقت توقيع العقد) ويتم التنفيذ بعد فترة يتفق عليها بين الطرفين انا بالنسبة لاختيار البيع و الشراء معا فهو عقد مستقبلي يجمع بين العقدين السابقين.

1- منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق، ص171.

2- محمد مطر ،مرجع سابق ، ص 264.

الفرع الثاني: العقود المستقبلية

يقصد بالمستقبليات المالية أدوات مالية حديثة نبعت من فكرة العقود الآجلة[1] ،العقود المستقبلية وهي عقود قانونية ملزمة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من احد الادوات المالية بذاتها بسعر محدد في وقت ابرام العقد على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل . [2]اذ يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه وذلك إما في صورة نقدية أو في صورة أوراق مالية وسبب ذلك حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الاخر بالوفاء بالتزاماته تجاهه. وهي كذلك عقود منظمة من حيث تواريخ الاستحقاق وحجم العقد والاسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على اساسها. [3]

ويعرف ايضا العقد المستقبلي على انه التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على احدهما ان يسلم الاخر (او يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من اصل او سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد ويرى ان العقود المستقبلية تتفق مع عقود الخيار في ان كل منهما يعتبر نوعا من المشتقات المالية التي توفر للمستثمر فيها درجة عالية من الرفع المالي تتيح له استخدامها بشكل واسع في اغراض المضاربة ، والتحوط الهادف لتخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمرون والتي عادة تشمل مخاطر تقلب اسعار صرف العملات الاجنبية، مخاطر تقلب اسعار الاوراق المالية، مخاطر تقلب اسعار الفائدة، مخاطر تقلب اسعار السلع.[4]

---

[1]- محمد كمال الحمزاوي ، سوق الصرف الاجنبي،منشأة المعارف ،الاسكندرية 2004، ص242.

[2]– مدحت صادق ، النقود وعمليات الصرف الاجنبي، دار غريب للطباعة والنشر،القاهرة، ط1، 1997، ص178.

[3]– زياد رمضان ومحمود جودة ، الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك،دار وائل للنشر والتوزيع،عمان، ط2، 2003، ص287.

[4]– المرجع السابق ، ص288.

المطلب الثالث: مزايا سوق النقد

اسواق النقد هي اسواق الاستثمار القصير الاجل الذي لا يتجاوز أجل استحقاق الاوراق المالية سنة واحدة ويعد سوق النقد مصدراً للتمويل قصير الاجل فهو يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك يوفر الفرصة للمقرضين بالحصول على درجة عالية من الامان باستثمار اموالهم في اصول مالية ذات سيولة مرتفعة وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذا السوق، يشاركها في ذلك مجموعة اخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه. اما المستثمرون الافراد فدورهم في سوق النقد محدود نسبيا نظراً لانخفاض معدل العائد المتوقع على ادوات الاستثمار فيه ومن اهم مزايا سوق النقد مرونته العالية فمعظم الصفقات المالية التي تتم فيه تحدث في السوق الثانوي وباجراءات مبسطة جدا تنخفض تكاليف هذه الصفقات كما يتميز ايضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه لسببين[1]:

الفرع الأول: تدني درجة المخاطر النقدية

والتي تنشأ عن احتمالات انخفاض اسعار الاوراق المالية المتداولة فيه حيث ان هذه الاوراق من النوع قصير الاجل ، لذا تترك التغيرات الحادثة في اسعار الفائدة السوقية اثارا محدودة على الاسعار السوقية لهذه الاوراق مما يجعل قيمتها الاسمية عند الاستحقاق شبه مؤكده وبالتالي لا يتحمل حاملها خسائر كبيرة فيها لو قبل خصمها قبل موعد استحقاقها.

الفرع الثاني: تدني درجة مخاطرة الدين

والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظرا لأن الاوراق المالية المتداولة فيه تكون صادرة عن مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية او البنك المركزي او المؤسسات الحكومية لذا تكون احتمالات عدم الوفاء بالدين منخفضة .

---

[1]– عصران جلال عصران، مرجع سابق ، ص257.

ومن ابرز انواع الاوراق المالية المتداولة في سوق النقد شهادات الايداع ، الكمبيالات المصرفية، الاوراق التجارية ، اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الالزامي ، قرض الدولار الاوروبي ، اتفاقيات اعادة الشراء، اذونات الخزانة ، شهادة المديونية التي تصدرها الحكومة.

ونظرا لأن سعر العائد على اذون الخزانة غالبا ما يستخدم للتعبير عن سعر العائد الخالي من الخطر لذا فمن الضروري إلقاء مزيد من الضوء على اذون الخزانة. [1]

[1]– المرجع السابق ، ص258.

المبحث الثالث: أسواق رأس المال الدولية

في حين تتكون أسواق رأس المال المحلية من المؤسسات المالية التي تتعامل مع العرض والطلب على رأس المال المحلي وبورصات الأوراق المالية المحلية تحت إشراف البنك المركزي أو وزارة المالية أو غيرها من الهيئات، لضمان التدفق الفعال للاموال لأغراض التنمية وتمويل المشروعات في حدود تكلفة تمويل معقولة بما يحقق عائدا مرتفعا نسبيا على الاستثمارات.

نجد أن أسواق رأس المال الدولية تمثل أسواقا تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصغية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة[1]. إذ تلعب هذه الأسواق دورا هاما في تمويل العمليات الدولية كالصادرات من سلع وخدمات والعمليات الداخلية كقروض الشركات الوطنية.

المطلب الأول: محددات التعامل في اسواق الأوراق المالية الدولية

يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية من بين المجالات الاستثمارية المهمة التي تستلزم وضع الأسس الكفيلة بإنجاح العمليات الاستثمارية في هذا المجال، وذلك لتحقيق الاختيار الناجح لتشكيلة الأوراق المالية في السوق دون التضحية بالعائد المتوقع من وراء تلك الاستثمارات.

وبذلك فإن القرار الاستثماري في هذه السوق مرهون بجملة من المعطيات منها:

الفرع الأول: مقدار العائد

وهو ما يعكس حجم الأرباح أو الخسائر التي يحصل عليها المستثمر والتي غالباً ما يعبر عنها كنسبة مئوية من رؤوس الأموال المستثمرة.

الفرع الثاني: درجة المخاطر

وتمثل احتمالات المخاطر المتوقعة أو ما يسمى بعنصر عدم التأكد في مجال تقييم المشروعات، إذ إن الأسهم التي تحمل عوائد أو مردودات مماثلة ليست بالضرورة تحمل

---

[1]– أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال،مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003، ص44.

نفس معدلات الخطورة، مما يدفع المستثمر الى وضع تقييم للوصول إلى حالات من الموازنة بين معدلات الأرباح وما ينشأ عنها من مخاطر وبالشكل الذي يجعل قراره أقرب إلى الصواب.

الفرع الثالث: الوقت

إن شراء الأوراق المالية محدودة بفترة زمنية حيث يتحدد بموجبها الوقت الذي يحتفظ فيه المستثمر بالأسهم والسندات، إذ إن عامل الزمن يرتبط بنوع الشركة، ونظرة المستثمر وتوقعاته لنموها وتطورها، وهكذا يمكن تحديد العوامل الأساسية المتحكمة في سوق الأوراق المالية كما يلي:[1]

أولا: سعر الفائدة:

يؤثر اختلاف سعر الفائدة بشكل معاكس على أسعار الأوراق المالية، إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض عمليات التعامل في الأسواق المالية، وبالعكس فإن انخفاض أسعار الفائدة يعمل على ترويج التعامل في الأسواق المالية، أما قياس درجة تلك المؤثرات فيتم باستخدام نسب التغير في الأصول والخصوم التي تتأثر بتلك التغيرات أو التذبذبات.

ثانيا: السيولة:

وهي الموجود النقدي المتوفر لدى المستثمر أو المصرف أو المؤسسة المالية وبالشكل الذي يضمن سد الاحتياجات بحيث لا يضطر لبيع الأوراق المالية التي بحوزته والتي قد تسبب الخسارة أحياناً ويتم قياس السيولة بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية إلى مجموع الودائع أو الموجودات.

1- المرجع السابق، ص45.

ثالثا: الائتمان:

يبرز دور هذا المتحكم في المصارف والمؤسسات المالية في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على السداد في الأوقات المقررة وخاصة عند اختلاف التوازن ما بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.

رابعا: رأس المال:

ويمثل حالة القدرة أو عدم القدرة على تغطية أقيام الأوراق المالية المصدرة ولا سيما عندما تكون هناك خسائر؛ الأمر الذي يتطلب الاهتمام بهذا العنصر ومراقبة حقوق الملكية التي يتمتع بها البنك أو المؤسسة المالية أو الفرد المستثمر.

هذا ويحتاج المستثمر الذي يريد خوض التعامل في الأسواق المالية الدولية إلى مجموعة من المعلومات تتيح له فرصة اتخاذ القرار بمعرفة كاملة بالملابسات الناتجة عما يتخذه من قرارات.

تلك المعلومات التي يمكن تقسيمها إلى ما هو سابق لاتخاذ قرار الاستثمار، وما هو لاحق له، ولا سيما تلك التي تتيح للمستثمر تقدير ما يختاره وما لا يختاره من أوراق مالية أو سندات بما في ذلك المعلومات التي تهيئ له متابعة عناصر محفظته، وما يصدر من نشرات تلخيص لخصائص أسهم الشركات والسندات المطروحة، وأوضاع الهيئات المصدرة وكذلك أوضاع الاكتتاب نفسه، إلا أنه غالباً ما تتسم هذه السوق (السوق الدولية للأوراق المالية) بعدم وضوح ماهية المستثمرين ومعرفة ما يتخذونه من مواقف وما يتبعون من سلوك حتى من خلال مصادر الإعلام المتوفرة، وخاصة بالنسبة إلى المؤسسات المالية المشتركة فالبنوك الكبرى وصناديق الاستثمار التي بدأت تلعب دوراً في سوق الأسهم والسندات الدولية لا تفصح إلا نادراً وبصورة مبهمة عن السياسة التي تنتهجها بشأن الاستثمار والتي كثيراً ما تعتمد على عنصر الحدس وتأثير العوامل النفسية، هذا إلى جانب التعامل السطحي بالمعلومات المتوفرة.

المطلب الثاني : كيفية التعامل في أسواق الأوراق المالية الدولية

تصدر الأوراق المالية إما مقومة بعملات حقيقية متداولة في دولة من الدول وهذا هو الغالب إما بوحدات نقدية "حسابية" أو "مركبة" لا تتداول بالفعل وإنما تستخدم فقط كوحدات للقياس، وذلك لما لها من مزايا العملات الحقيقية لتجنب ما قد يطرأ على العملة من تقلبات قد تضر بمصلحة المتعاملين في السوق المالية ويتم التعامل بها في هذه الأسواق على وفق مؤشرات يتم على ضوئها تحديد التوجهات التي يمارسها المستثمرون والمضاربون والمحللون الماليون في الأسواق المالية وهي:[1]

الفرع الأول: المؤشرات الاقتصادية

تتأثر حركة أسعار الأسهم والسندات في السوق المالية بالمؤشرات الاقتصادية التي تعكس بدورها مدى صحة التكهنات والتوقعات في السوق، مثل حالة الإعلان عن ميزانية مالية ضخمة أو نهج استثماري طموح، والذي يعني توقع ارتفاع الأسعار بشكل عام، كما أن القيام بضخ أموال إضافية للسوق من شأنه أن ينعكس على حالة وأوضاع الأوراق المالية في البورصة في البلدان السائرة في طريق النمو وهكذا في اعتماد إحصاءات الإنتاج الصناعي أو الناتج القومي أو الدخل القابل للتصرف كمؤشرات في أسواق البورصة في الدول المتقدمة.

الفرع الثاني: المؤشرات النقدية والمالية

وهي من أهم المؤشرات لمعرفة اتجاهات الأسعار في السوق المالية إذ إن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى توجه المستثمرين نحو الإيداع في المصارف، والقيام ببيع أسهمهم في السوق فيزداد المعروض منها وتنخفض أسعارها في حين تتجه الأموال نحو السوق المالية في حالة هبوط أسعار الفائدة في المصارف أو تحويلها إلى سوق السندات. كما أن زيادة عرض النقد سواء أكان في اقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو أو المتطورة تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وبعكسه فأن انخفاض معدلات نمو عرض النقد سوف

[1]- المرجع السابق، ص46.

يعمل على انخفاض أسعار الأسهم، وعليه فأن تدخل البنوك المركزية في توسيع عرض النقد أو تقليصه ينعكس على تحول أسعار الفائدة نحو الارتفاع أو الانخفاض ومن ثم التأثير على اتجاهات الأسعار في السوق المالية تبعاً لذلك.[1]

الفرع الثالث:حجم التداول في البورصة

إن عدد الأسهم والسندات المتداولة في السوق المالية يحدد قوة السوق وتوقعات صعوده أو هبوطه بالمستقبل إذ إن كثافة حجم التداول تعني تفاؤل المستثمرين وإقبالهم على الاستثمار في السوق وما يتبعه من ارتفاع في الأسعار نتيجة لذلك. أما إذا حققت السوق تقدماً أو عرضاً ولم يرافقه تداول كثيف، فعندها تبقى الأسعار على حالها أو تتجه نحو الانخفاض بسبب الجمود النسبي للمشاركة، وبالتالي توجه المستثمرين نحو تصفية استثماراتهم حيث تستمر الأسعار باتجاهات النزول. ومن هنا يتبين لنا بأن كثافة التداول وزيادة الأسعار هي التي تولد الطلب والتي يعقبها حصول الزيادات المتتالية بعد ذلك... فالطلب إذاً ليس وحده الذي يؤدي إلى زيادة الأسعار في الأسواق المالية... وهكذا فأن لهذه السوق خصائص تختلف عما هي عليه في الأسواق الاستثمارية وأسواق السلع الاستهلاكية وهي التي تعكس فاعلية آلية العملية الاستثمارية في تلك الأسواق، والمتمثلة بما يأتي:

- الطابع الفردي لهذه الأسواق مما يجعل المستثمر يواجه أطرافاً قوية في جانب الإصدار والتسويق ممثلة بالهيئات العامة والشركات الكبرى وهي التي لها القدرة على الخوض في السوق الدولية.

إنه من الصعب على المستثمر أن يلم إلماماً كافياً بالأوضاع السائدة في الأسواق بصفة عامة وكذلك بأوضاع الهيئات التي يستثمر أوراقها وكثيراً ما يعتمد المستثمر في هذا الشأن إما على بضعة معلومات عامة وإما على نصائح وإرشادات المتاجرين بالأوراق

[1]- المرجع السابق، ص47.

المالية. هذا إذا ما علمنا بأن غالبية المستثمرين يلتجئون إلى خدمات المتخصصين نظراً لما يفرضه هؤلاء من شروط ومن رسوم قلما ترتبط بنوعية الأداء وفعاليته.

- يحتاج حملة الأوراق المالية وخاصة حملة السندات إلى تشديد حمايتهم ليس من المخاطر في السوق العادية والناجمة عن تغير سعر الفائدة أو أسعار الصرف أو ائتمان الأوراق المالية، وإنما المخاطر الناجمة عن تخلف المدينين (وخاصة في سوق السندات) عن أداء التزاماتهم، والمتمثلة في صعوبة الحصول على العملات الأجنبية عند التسديد أو التأخر عن دفع الفوائد والأقساط، أو فرض الرقابة على الصرف أو فرض الضرائب، كالضرائب على التحويلات وغير ذلك.

المطلب الثالث: فروع سوق رأس المال الدولية

من المتعارف عليه أن أسواق رأس المال تنقسم إلى فرعين: أسواق النقد التي يتم فيها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل، والأسواق المالية التي يتم فيها تداول المنتوجات المالية متوسطة وطويلة الأجل. لكن نظرا لتداخل العمليات والأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال الدولية يلجأ معظم الباحثين من الناحية النظرية إلى تخصيص سوق منفصل لكل اداة كسوق السندات الدولية وسوق الاسهم الدولية ولذلك تضم أسواق رأس المال الدولية العديد من الفروع أهمها:[1]

الفرع الأول: سوق العملات الأجنبية والقروض الأوروبية

في البداية تجدر الإشارة الى ان صفة "اوروبي" هنا هي إلى حد ما اسم على غير مسمى حيث تستخدم لفظة "يورو" الانجليزية مع العملات لتشير اساسا الى انها معاملة تمت بعملة معينة خارج بلد تلك العملة. لذلك فالعملة الاجنبية الاوروبية هي ودائع وقروض بعملة معينة لدى بنوك متواجد خارج البلد الذي تستعمل فيه تلك العملة كوحدة نقد وطنية.

على سبيل المثال الاورودولار هو دولار امريكي مودع لدى بنوك خارج امريكا قد تكون

[1]- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص56.

هذه البنوك بنوكا اوروبية او غير اوروبية. كما تتواجد أسواق أورودولار في آسيا ويطلق عليها البعض بالإضافة الى ذلك توجد اسواق أورودولار في مراكز مالية اخرى. ويمكن تقسيم سوق العملة الاجنبية الاوروبية الى جزئين:[1]

- سوق الايداع والاقراض قصير الاجل (18 شهرا على الأكثر) ويعرف بسوق النقد الأوروبي.
- سوق القروض الاوروبية وهي تلك القروض الدولية الممنوحة من المصارف لآجال متوسطة وطويلة باستعمال عملات اجنبية، اي خارج الدولة التي اصدرتها.

ونظراً لتميزهذه القروض لدرجة عالية نسبيا ، فهي تغطى عادة من طرف مجموعات من المصارف لتقسيم وتخفيض المخاطر من جهة ، ولتغطية القروض التي يعجز بنك واحد عن تغطيتها من جهة اخرى . وبذلك تشكلت تكتلات بنكية ضخمة تمنح قروضا متوسطة وطويلة الاجل بكثير من العملات الاجنبية، خاصة بالدولار الامريكي.

إن اسعار الفائدة على هذه القروض قد تكون ثابتة على مدى فترة القرض كما يمكن ان تكون متغيرة او متحركة غير انها على العموم قريبة من اسعار الفائدة المطبقة في سوق لندن على ودائع البنوك فيما بينها (LIBOR) بالاضافة الى هامش محدد حسب مدة القرض. كما تتأثر اسعار الفائدة مباشرة بمستوى المخاطر الذي يمتاز به البلد المقترض، حيث يتم تصنيف البلدان المدينة حسب مستوى المخاطر . فبينما تدفع الدول الصناعية اسعار فائدة منخفضة (2/1% أقل من LIBOR) تضطر الدول الإفريقية إلى دفع أسعار فائدة أعلى (تتراوح بين 1 إلى 2 % أعلى من LIBOR) بحجة ارتفاع نسبة المخاطر وعدم القدرة على تسديد الديون وفوائدها، مما يعيق المسار التنموي في هده الدول.

وتعود جدور سوق الإقراض، بالعملات الأجنبية والسوق المالية الأوروبية عموما

[1]- أحمد عبد الرحمن أحمد، إدارة الأعمال الدولية،دار المريخ،السعودية،ط2،2001،ص75.

إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تطورت هده السوق في البداية من ودائع مملوكة للدول الاشتراكية التي رأت بعد الحرب أن تودعها في أوروبا خوفا من المطالبات الأمريكية إن هي أودعتها في أمريكا. ونتيجة لأن أول الودائع بعملات خارج بلد إصدارها تمت في أوروبا استعمل مصطلح أورو لتمييز هدا النوع من الودائع، كما أن هده الودائع كانت بالدولار مما ينسر انتشار استعمال مصطلح أورودولار للإشارة لسوق العملات الأجنبية الأوروبية.[1]

ومما ساعد على تطور هذه السوق قيام البنوك المركزية الغربية بالاحتفاظ بجزء من أرصدتها مقومة بالدولار للاستفادة من العوائد العالية على الودائع الدولارية كما قامت البنوك التجارية وشركات التأمين بنفس الشيء. كدلك جاءت دفعة قوية لتطور هده السوق حينما قامت السلطات البريطانية سنة 1957 بمنع البنوك البريطانية من إقراض الإسترليني لغير المقيمين فلجأت البنوك إلى إقراضهم بالدولار. بدلك عززت السياسة الأمريكية التي انتهجتها الولايات المتحدة في الستينات، حيث كانت تفرض ضرائبا إضافية على الغوائد المجنية من الخارج مما حجز الدولارات خارجها كما أغلق السوق الأمريكي أمام المستثمرين الأجانب. ورغم زوال أغلب هده القيود البريطانية والأمريكية، فقد توسعت السوق أكثر لتشمل قروض وودائع بالعديد من العملات وفي مراكز مالية مختلفة خارجأوروبا.

الفرع الثاني: سوق السندات الدولية

تعتبر سوق السندات الدولية فرعا هاما من فروع السوق المالية الدولية، إد يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل دينا على المصدر، وتصدر بعملة مخالفة لعملة الدول التي تتداول فيها. من الأمثلة على دلك السندات المصدرة باستعمال الدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية. وتتكلف هيئة دولية بإصدار وتسويق تلك السندات عبر أقطار العالم كما تقوم بشراء السندات التي لم تبع في السوق حتى توفر السيولة لها. وتمثل

[1]– المرجع السابق، ص76.

هده السندات الدولية وسيلة هامة لجلب رؤوس الأموال من دول أخرى بفردض تمويل المشروعات. إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة وعليه فهي وسيلة مموبل طويل الأجل.[1]

وقد بلغ حجم سوق السندات الدولية سنة 1993 ما يعادل 268.6 بليون دولار أمريكي بعد أن كان 175.8 بليون سنة 1992 أي بزيادة قدرها 52.78% في عام واحد. تمت ملك الإصدارات بالعديد من العملات الأمريكية والأوروبية والآسيوية، التي بدأت تجلبب المصدرين العالميين، إضافة إلى بععض العملات العربية مثل: الدينار الكويتي، الدينار البحريني والريال السعودي. ومع ذلك يبقى الدولار الأمريكي يحتل الريادة كعملة إصدار عالمية في سوق السندات الدولية. يقوم بطرح هذه الإصدارات في سوق السندات الدولية عملاء مختلفون كحكومات الدول الصناعية وحتى النامية والموسسات العامة في هذه الدول والشركات الخاصة. ومن حيث موطن المؤسسات المصدرة للسندات يلاحظ أنه في سنة 1991 كان هناك 105 إصدارا من المؤسسات الرسمية الدولية، وأكثر قليلا من مائة إصدار من كل من الولايات المتحدة وألمانيا، و121 إصدار من بريطانيا و134 من فرنسا بينما طرحت الشركات والمؤسسات اليابانية 416 إصدارا في السوق سنة 1991. وحسب نوعية المصدر فقد كان للشركات أكثر من نصف الإصدارات)552(ثم البنوك)383(بينما أصدرت المؤسسات الرسمية الدولية قرابة 100 إصدار والحكومات 68 إصدارا سنة 1991).[2]

الفرع الثالث: سوق الأسهم الدولية

على عكس السندات الدولية، تمثل الأسهم الدولية ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة، حيث يتم الإصدار في البلدان غير البلد الأصلي للشركة المصدرة. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية

---

[1]-المرجع السابق، ص78.

2- المرجع السابق ،ص79.

متخصصة. لقد انطلق التعامل في هذه السوق في النصف الثاني من عشرية السبعينات، أما إنشاؤها فقد تم رسميا سنة 1983 وتطور بعد ذلك حيث سجلت 6 إصدارات سنة 1983، 10 سنة 1984، 24 سنة 1985، 120 سنة 1986، كما أن المبلغ المتوسط لتلك الإصدارات كان حوالي 100 مليون دولار أمريكي. ويمكن لأفراد والمؤسسات المالية المختصة والبنوك توظيف أموالهم في هذه السوق وذلك بغرض تحقيق أرباح في الأمد القصير أو بغرض تنويع حوافظهم المالية والتقليل من المخاطر في مدة أطول)[1].

وبالتالي فإن سوق الأسهم الدولية هي مكان لقاء المحتاجين لرؤوس الأموال، لاسيما الذين يريدون تدعيم بند الأموال الخاصة، مع أصحاب الفوائض المالية وتوزيعها على مستوى عالمي بصورة كفؤة. أي أنها تعد من وسائل التمويل التي تمكن المؤسسات من الحصول على ما تحتاجه من أموال لغرض الإنشاء أو التوسيع بين بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية.

الفرع الرابع: أدوات مالية دولية أخرى

تعد الأوراق التجارية الأوروبية Euro effets أحد أهم الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الدولية. وهي تمثل الإصدار الدولي لأوراق الدين القابلة للتداول Titre de créan cenégociables. وتضم فئتين أساسيتين: مضمونة تتمثل في القسيمات الأوروبية وغير مضمونة تتمثل في الأوراق التجارية الأوروبية.[2]

أولا: **القسيمات الأوروبية**

ويتم إصدار القسيمات الأوروبية les euro notes في إطار تسهيلات الإصدارات متوسطة الأجل المضمونة. وتعود نشأة القسيمات الأوروبية إلى نهاية 1970، حيث اعتبر بعض المقترضين أن الشروط التي تفرض عليهم من البنوك في إطار القروض الدولية لا تتناسب مع انخفاض مستوى الخطر، مما دفعهم إلى البحث

1- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية،دار هومه،الجزائر،ط1، 2002،ص60.

2- المرجع السابق ، ص61.

عن أداة أخرى تؤمن أفضل تجانس بين السعر والخطر.

ثانيا: القسيمات الاوروبية متوسطة الأجل

رغم ان ظهور القسيمات متوسطة الأجل يعود الى بداية المبيعات ، حيث تم اصدارها من قبل شركات قروض السيارات في السوق الامريكي ، الا ان اول اصدار للقسيمات الاوروبية متوسطة الاجل تم في 1986 لحساب First Intersate، وتعد القسيمات الاوروبية متوسطة الاجل اداة وسط بين السندات الاوروبية والاوراق التجارية الاوروبية ، حيث اصبحت تلقى رواجا اكبر من السندات الاوروبية لما تتميز به من مرونة .

ثالثا: الاوراق التجارية الاوروبية

وتعكس الاصدار الدولي للاوراق التجارية الامريكية ، وتمثل هذه الاخيرة كمبيالات تصدرها منشأة الاعمال كبيرة الحجم ، ذات المكانة الراسخة المعروفة في المجتمع بدون ضمان ، وتتراوح مدة استحقاقها من 5 ايام الى 9 شهور . ورغم ان هذه الاداة تعود الى القرن الثامن عشر ، الا ان اول اصدار مباشر لها كان سنة 1920 من قبل General Motors Acceptance Corporation. أما الاوراق التجارية الاوروبية فقد ظهرت في بداية الستينات لكنها لم تعرف تطورا حقيقيا الا منذ 1984 . كما ان تطور سوق الاوراق التجارية توقف منذ التسعينات نتيجة المنافسة الشديدة للقسيمات الاوروبية متوسطة الاجل . وتختلف هذه الاوراق التجارية الامريكية في مدة استحقاقها التي تتراوح بين 7 و 365 يوما ، اضافة الى ان معظم اصدارات الاوراق التجارية الامريكية ترفق بخط احلال على عكس الاوراق التجارية الاوروبية.

رابعا: الأسهم الدولية

السهم عبارة عن شهادة تخول لحاملها الحق في ملكية جزء من الشركة المصدرة للسهم. فهو مستند ملكية ومن ثم ليس له تاريخ استحقاق. ويتم إصدار الأسهم الدولية في العديد من الدول، والتي قد يكون من بينها بلد المؤسسة المصدرة، حيث يتم تسجيل

الأسهم الدولية عموما في أكثر من مركز مالي وتعد وول ستريت wallstreet من أهم هده المراكز. وقد يستوجب إصدار الأسهم الدولية استعمال العديد من الشرائح:[1]

—شريحة محلية.

— شريحة أوروبية توجه للاسواق الأجنبية وتصدر بعملة مختلفة عن عملة تلك الأسواق.

—شريحة أجنبية توجه للأسواق الأجنبية.

في حالة الإصدار الذي يضم الشرائح الثلاثة تعرف الأسهم بالأسهم العالمية "planétaire"، أما إذا ضم الإصدار الشريحتين الأخيرتين فقط فتعرف بالأسهم الدولية. ولا يختلف تنظيم وإصدار الأسهم الدولية كثيرا عن الأسهم المحلية. ويتم الإصدار بمساعدة تجمع بنكي يختار على أساس الدول التي يرغب في وصول الإصدار إلى مستثمريها. وهناك أسلوبان لتوزيع الإصدار: الأسلوب المفتوح أين تترك الحرية لأعضاء التجمع البنكي في اختيار أماكن توزيع الإصدار، والتوزيعات المحاطة، حيث يراقب التوزيع ويمنع من العودة خاصة إلى سوق الإصدار.

وقد عرفت عملية إصدار الأسهم الدولية نموا متسارعا مند سنة 1993، تماشيا مع تطبيق برامج الخوصصة في العديد من الدول، مما أدى إلى جمع مبالغ ضخمة جدا. فقد استطاعت deutsche telecom الحصول على 13.2 مليار دولار سنة 1996. وقد تجاوزت المبالغ السنوية لإصدارات الأسهم الدولية عتبة 100 مليار دولار سنة 1997، كما بلغت 124.8 مليار دولار سنة 1998.

خامسا: المشتقات المالية

تعتبر المشتقات من الأدوات المالية الحديثة نسبيا حيث تكمن أهميتها في الحياة المالية المعاصرة في وظيفة التحوط من المخاطر. تتكون من الأدوات التالية:[2]

---

[1]- المرجع السابق ، ص63.

[2]– أحمد عبد الرحمن أحمد، مرجع سابق، ص88.

ـ الخيار أو الاختيار: هو "عقد يعطي الحق (وليس الإلزام) لحامله في شراء أو بيع أصل من الأصول بلسعر محدد الآن على أن يتم التسديد والتسليم في وقت لاحق مقابل علاوة غير قابلة للاسترداد

ـ العقود الآجلة: هي "عقود تتم بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين بلسعر محدد وقت إمضاء العقد على أن تتم التسوية في تاريخ متفق عليه في المستقبل".

ـ المستقبليات أو العقود المستقبلية : هي "عقود آجلة منمطة موحدة الشكلوالإجراءات، الأمر الذي أتاح لها إمكانية التداول في البورصة".

ـعقود المبادلة swaps هي "عقود مبادلة منتوح مالي مقابل منتوح مالي اخر، كمبادلةعملة بعملة أو قرض بلسعر فائدة متفير بقرض بلسعر فائدة ثابت بهدف تخفيض التكاليف والاحتماء من المخاطر".

تستعمل هذه الأدوات في الاحتماء من مختلف المخاطر كمخاطر تقلبات أسعار الصرف، أو تفير أسعار الفائدة، أو غيره من أشكال المخاطر.

خلاصة الفصل

في عصرنا الحالي نجد أن موضوع الاستثمار أصبح يأخذ حصة الأسد في الدراسات الاقتصادية نظرًا لما لهذا الموضوع من انعكاسات على جميع الميادين، ومن خلال زيادة التبادلات التجارية والاقتصادية وتطورها اتسعت مجالات الاستثمار حيث أصبحت لها عدة تبويبات، إذن نجد كل من التبويب الجغرافي النوعي، حسب الهدف من الاستثمار، حسب طبيعة الاستثمار وتبويب حسب مدة الاستثمار.

وباتساع هذه المجالات نجد أن أدوات الاستثمار أيضا تشعبت وأصبح من الضروري لأي مستثمر رشيد دراسة وفحص كل أداة على حدى، حيث نجد في هذا النطاق الاستثمار في الأوراق المالية، العقارات، السلع، المشروعات الاقتصادية، العملات والمعادن الثمينة، بالإضافة إلى إمكانية الاستثمار في الأدوات المشتقة أو صناديق الاستثمار. وتجب الإشارة إلى أن أي مستثمر يؤسس تفضيله لأي مجال ومن ثم الأداة على عنصرين مهمين في شكل ثنائية "عائد، مخاطرة" أي زيادة العائد وتعظيمه مع تدنئة المخاطرة المصاحبة.

ومن خلال ما سبق توصلنا إلى أن لكل أداة استثمارية مجموعة من المزايا كما لها جملة من العيوب، حيث أن أكثر الأدوات انتشارًا واستخدامًا هي الأوراق المالية، ثم المشروعات الاقتصادية والسلع، مع الإشارة إلى أن أدوات الاستثمار الحقيقي يجب أن تحظى باهتمام أكبر من جانب الدول النامية خاصة من خلال زيادة الحوافز لجلب هذه الاستثمارات إلى بلدانها باتباع عدة سياسات تهدف في مجملها لتحسين سوق الاستثمار ومن ثم إنشاء قيمة اقتصادية إضافية لتساهم في زيادة الدخل القومي للبلد المعني.

الفصل الثالث

دراسة حالة

مصر ، تونس ، الجزائر والسعودية

تمهيـــــد:

يعيش العالم اليوم عصر التكتلات الاقليمية والقارية المستندة إلى أسس اقتصادية تعد المدخل الطبيعي والعملي لميلاد هذه التكتلات وضمان وجودها واستمرارها واتساع نطاقها، ورغم كل المحاولات والجهود التيبذلت على الصعيد القومي عربيا منذ منتصف الربعينات لايجاد تكامل اقتصادي عربي كما سبق الاشارة إليه إلا أن هذه المحاولات لم تؤتي النتيجة المنشودة والوصول إلى الوحدة العربية، وكأن هذا المطلب المصيري والحيوي والاستراتيجي في ظل هذه المتغيرات الدولية المتسارعة اصبح مطلبا مستحيل.

وخلال النصف الثاني من عقد الثمانينات وحقبة التسعينات من القرن السابق، شهد تزايد اتجاه الدول العربية إلى التحول إلى اقتصاد السوق، لكن مع تزايد الاختلالات الاقتصادية، عدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية، وتفاقم مشكلات المديونية بها، قامت هذه الدول بتبني برامج إصلاحية شاملة، خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها بحثا عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية، من خلال اعتماد الطريقة المعاصرةفي التمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء الاسواق المالية، هذه الاخيرة التي شهدت انتشارا واسعا فيكافة الدول المعنية وكذلك في المدن الرئيسية.

و في هذا السياق سنقوم في هذا الفصل بدراسة حالة اربعة دول عربية هي الجزائر، تونس، مصر والسعودية فيما يتعلق بواقع الاستثمار الاجنبي غير المباشر وآثاره على أسواق أوراقها المالية، وذلك من خلال ثلاثة مباحث هي:

- المراحل، الشروط ومتطلبات الادراج في بورصة السعودية، مصر، تونس والجزائر
- تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل من مصر، تونس والجزائر والسعودية
- واقع سوق الأوراق المالية العربية.

المبحث الأول: المراحل، الشروط ومتطلبات الادراج في بورصة السعودية، مصر، تونس والجزائر

المطلب الأول: الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التى تم إنشائها فى الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم انشاء بورصة الاسكندرية فى عام 1883 وتلتها بورصة القاهرة عام 1903. [1]

مر سوق تداول الاوراق المالية بمصر بمجموعة من التطورات انعكست على النشاط الاقتصادي الذي شهدته مصر؛

الفرع الأول: المراحل التي مر بها سوق تداول الاوراق المالية بمصر

ويمكن تقسيم المراحل التي مربها سوق تداول الاوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية وهي: [2]

أولا: المرحلة الاولى

إن الظروف غير المواتية التي واجهت السوق المالي المصري منعت بروزة وازدهاره مما وقف في تعجيل نموه، فبرغم من تكوين السماسرة في هذه الفترة للجان لتنظيم حركة التعامل في البورصة إلا أنه لم يتم تنفيذ ذلك رسميا عام1907 حيث صدرت أول لائحة للبورصة في ضوء ازدياد النشاط الاقتصادي في مصر خلال الربع الاخير من القرن التاسع عشر وبعد أن أصبح الجو مهيأ لنشأة بورصة الاوراق المالية وقد تم تطبيق هذه اللائحة في سبتمبر 1910 وبدأت البورصة في مزاولة نشاطها في مقرها الحالي في 1929.

---

[1] – البورصة المصرية، موقع الأنترنت: http://www.egx.com.eg/arabic/History.aspx ، تاريخ الاطلاع : 2015/05/10.

[2]– صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الاسواق المالية العربية عدد خاص، الاسواق المالية العربيةالمشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أفريل 1999، ص70.

وتلى ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام 1933 م بموجب مرسوم ملكي ثم عدلت فيما بعد بمرسوم آخر في 24 أفريل 1940، ثم صدر في جويلية 1953 القانون رقم 326 بشأن التعامل في الاوراق المالية.

ونتيجة للتطور الاقتصادي الكبير في مصر في منتصف الخمسينيات ثم تعديل لائحة البورصات، فصدر قانون رقم 161 لسنة 1957 م باللائحة العامة للبورصات والذي بموجبه اكتسبت للبورصات المصرية شخصية اعتبارية مع الاهلية للتقاضي، وكذلك أوجد هذا القانون نوعا من الرقابة الحكومية على هذه البورصات لضمان حسن سير العمل فيها.

ثانيا: المرحلة الثانية

شهدت بداية هذه الفترة الكثير من الاحداث التي أثرت سلبا على سوق الاوراق المالية وتتمثل أهم هذه التطورات خلال هذه المرحلة بما يلي:

- تدخل الدولة في تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين والذي أدى إلى انكماش سوق التداولبسبب ضعف العائد بالاضافة إلى تحويل بعض الاسهم إلى سندات على الدولة.
- اشتراك العمال في مجالس إدارات الشركات المساهمة بنسب كبيرة.
- تخصيص نسبة من صافي الربح للعاملين في الشركة.
- إجراءات التأميم التي اتخذت بدأ من عام 1960 م وأدت هذه التطورات إلى انخفاض حجم التعامل بالسوق الاوراق المالية من 626 مليون جنيه عام 1962 م إلى 5.2 مليون جنيه عام 1972.

ثالثا: المرحلة الثالثة

يمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين رئيسيتين:

من 1973 م-1982 م: صدرت خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف إلى تنمية سوق المال في مصر وهي:

- قانون 43 لسنة 1974 م بشأن استثمار رأس المال العربي والاجنبي في السوق.
- قانون 157 لسنة 1981 م الخاص بالضرائب.
- قانون 121 لسنة 1981 م بشأن تعديلت اللائحة العامة للبورصات.
- قانون رقم 159 لسنة 1981 م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية.

من 1983 م – 1991 م : شهدت هذه المرحلة بداية انطلق سوق التداول المصرية كما صدر قانون التعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986 م ،كما شهدت هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على إشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الستثمار.

رابعا: المرحلة الرابعة

صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال كما تم استحداث أنشطة جديدة في مجال الاوراق المالية وهي:

- ترويج وتغطية الكتتاب في الاوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في المعاملات الاوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الاوراق المالية.
- صناديق الاستثمار والسمسرة.

ويعد القانون رقم 95 لسنة 1992 م نقطة تحول في تاريخ الهيئة العامة لسوق المال وقد جدد القرار الجمهوري رقم 502 لسنة 1979 أهم اختصاصاتها في تهيئة المناخ الملائم لايجاد سوق رأس مال قوية وتعبئة المدخرات وتوجهها نحو الاستثمار في سوق الاوراق المالية. [1]

[1]– هالة حلمي سعيد و نجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الاوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق لمال المصري، سبتمبر 2001، ص 37.

وما تجدر إليه الاشارة أن بورصتا الاوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية من أقدم البورصات التي أنشأت في العالم إلا أن البداية الحقيقية لنشاط البورصتين بعد فترة ركود طويلة كانت مع تبني الدولة لبرنامج الخوصصة وتوسيع قاعدة الملكية بصدور قانون رقم 203 في عام 1991 م وقانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 م وتوحدت البورصتان تحت قيادة واحدة بصدور القرارالجمهوري رقم 51 لسنة 1997 م بشأن تنظيم سوق التداول، وتم الربط بينها من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الاحاطة كما يدور في البورصتين. [1]

الفرع الثاني: الاطار التنظيمي للبورصة المصرية

وتتكون من ما يلي: [2]

- **لجنة البورصة:** تتشكل من 17 عضو، 9 من السماسرة وخمسة من الاعضاء المنظمين وثلاثة يعينهم وزير الاقتصاد لمدة سنتين ومن اختصاصاتها تحقيق السير الحسن للبورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، وسلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة، تحديد حد أعلى وحد أدنى لاسعار الاوراق المالية.

- **الجمعية العامة:** وتتكون من أعضاء البورصة العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الايرادات والمصروفات وإبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة.

- ويضاف إلى هذه الاجهزة كل من اللجنة العليا للبورصات، هيئة التحكيم مجلس التأديب ومندوب الحكومة.

1- المرجع السابق، ص39.

2- محمد صالح الحناوي و نهال، فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص146.

المطلب الثاني: بورصة تونس

تأسست سوق القيم المنقولة في تونس سنة1988م بصدور القانون رقم 13 لعام 1988 م بدأت تمارس نشاطها كسوق منظمة في 1989 م وتتميز بالفصل بين الدورين الرقابي والتنفيذي.

الفرع الأول: الهيئات المنظمة لبورصة تونس

الهيئات المنظمة للسوق وهي:[1]

- **مجلس السوق المالية:** وهو هيئة حكومية رقابية تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري و يتكون المجلس من 09 أعضاء ورئيس المجلس ويكون دوره إشرافي ويتمثل في الرقابة على البورصة والعاملين فيها من وسطاء وشركات استثمار ومستثمرين وذلك بهدف إعطاء ضمانات للمتعاملين والتسيير الجيد للبورصة ومراقبة تطبيق القوانين وإصدار عقوبات للمخالفين.

بورصة القيم المتداولة وهي شخصية اعتبارية تدار من طرف الوسطاء والمتعاملين فيها وتقوم بالمهام التالية:

- تسجيل العمليات التي تتم في البورصة والتأكد من أنها تتم حسب الشروط والانظمة في البورصة وذلك حماية لعدم وقوع مخالفات قانونية في المبادلات البورصية.
- إصدار نشرة يومية بالبيانات المتعلقة بالمبادلات اليومية واتجاهات أسعار الاوراق المالية فيالبورصة.
- اقتراح قوانين وإجراءات لمواجهة التطورات الحاصلة في البورصة تقدم المجلس السوق المالية للنظر فيها والموافقة عليها أو لتعديلها إذا استدعت الضرورة لذلك.
- الشركة التونسية للايداع وتسجيل الاوراق المالية: هي شركة مساهمة تأسست من طرف الوسطاء الماليين العاملين في البورصة والبنوك، تهدف إلى تسجيل المبادلات التي

[1]- صلاح الدين حسن السيسي، تطوير وربط البورصات العربية و تأسيس البورصة العربية الموحدة قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم الكتب، مصر، الطبعة الاولى، 2003، ص116.

تتم في البورصة وتحويل ملكيتها وفق نظام محاسبي معين وخفض تكاليف تلك المبادلات وسرعة تنفيذ عمليات التبادل باستخدام النظام المالي،ويتم دفع قيمة الصفقة فورا مع التسليم الفوري للاوراق المالية محل التبادل

الفرع الثاني: شروط الادراج في البورصة

يستلزم جملة من الشروط للادراج في بورصة تونس وهي:

- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الاولية و300 مساهم على مستوى السوق الثانوية.
- أن تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاث سنوات على الاقل قبل الادراج.
- تحقيق أرباح صافية لسنتين الاخرويتين من الادراج.
- اللتزام بطرح 20% من أسهم رأس المال الشركة لتداول كحد أدنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة.
- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

الفرع الثالث: مميزات الاستثمار في بورصة تونس

- يتميز الاستثمار في هذه البورصة بوجود عدة أنواع من الادوات المالية القابلة لتداول كالاسهم، السندات العادية، السندات القابلة لتحول إلى أسهم، شهادات الاستثمار دون حق التصويت.
- يحق للمستثمر الاجنبي حيازة 49% من أسهم الشركات المدرجة في البورصة ولا يحق التعامل في الوساطة المالية بالبورصة.
- حرية تحويل الارباح وانتقالها الناتجة من التعامل في البورصة.
- الحصول على الاعفاءات وتخفيضات ضريبية على أرباح الشركات وعلى عوائد الاوراق المالية.
- عندما يتحصل المساهم على 5% من حصص رأس المال يجب الابلاغ وضرورة الموافقة من قبل مجلس السوق المالية والشركة المصدرة

المطلب الثالث: بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الاوراق المالية في إطار الاصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس المال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الاسهم والتي توزع ما بين صناديق المساهمة وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم حيث تساير أحكام قانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م، ومنه فلا يمكن تصور نظام شركات المساهمة بدون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الاسهم.

وفي سنة 1990 قامت السلطات بتحضير شروط قيام سوق مالية من خلال هيئة مؤهلة تسمى "الجمعية العامة للصناديق المساهمة" التي أنشأت شركة القيم المنقولة وحددت مهامها على أساس المهام التي تقوم بها البورصة في الدول المختلفة والتي أصبحت فيما بعد تسمى بورصة "القيم المنقولة" [1]

الفرع الأول: المراحل الاساسية لنشأة وتطور بورصة الجزائر

في إطار برنامج الاصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 دخلت فكرة إنشاء هـــذه البورصـــة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية: [2]

أولا: المرحلة الاولى: 1990م – 1992م

اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومنه جملة هذه الاجراءات معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها وكذلك إنشاء صناديق المساهمة ومن جملة

---

[1] – شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق ، ص78.

2 – زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر– المعوقات والأفاق–، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات– دراسة حالة الجزائر والدول النامية– بسكرة، 2006، ص04.

هذه الاجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M مهمتها تشكل إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية. وقد قدر رأس مالها ب320000 دج ويديرها مجلس الادارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء حيث أن كل عضو يمثل أحد الصناديق المساهمة.

وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991 م يشمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.

- مرسوم تنفيذي رقم 91 -177 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الاصدار من طرفشركات رأس المال.

ثانيا: المرحلة الثانية (1996 -1993)

بموجب المرسوم التنفيذي رقم 08-93 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة ، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر . [1]

ثالثا: المرحلة الثالثة (1999 -1996)

مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والمتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من راسمالها

[1] – شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص79.

الفرع الثاني: الاطار التنظيمي لبورصة الجزائر

تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:[1]

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB

- شركة تسيير القيم المنقولة SGBVMوهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الاسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إل بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة، ومن بين مهامها: [2]

أولا: الوظيفة القانونية: تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير السوق القيم المنقولة بسن تقنيات الاهم بما يأتي على الخصوص.

- رؤوس الاموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة.

- اعتماده الوسطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم.

- قبول القيم المنقولة لتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد أسعارها.

- العروض العمومية للشراء القيم المنقولة.

- تنظيم عمليات المقاصة.

وظيفة المراقبة والرقابة تتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبولة تداول قيمها في السوق المالية وتتقيد بالاحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الادارة والرقابة وعمليات نشر قانونية.

ثانيا: الوظيفة التأديبية والتحكمية: فهي المؤهلة COSOB لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن

---

[1]- الجريدة الرسمية، العدد 11 الصادر في 17/01/2003.

[2]- شمعون شمعون، البورصة، مرجع سابق، ص144.

سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصةوتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصةCOSOB.

الفرع الثالث: شروط الادراج في بورصة الجزائر

يمكن التمييز بين:[1]

1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الادراج وهي:

-لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم.

- لابد من تحديد قيمة كل سهم.

- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلى إذا كانت الاوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة.

- الاسهم المعروضة للافراد يجب أن توزع على 100 حامل على الاقل وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة.

- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى ل في عدد الاسهم ولا في عدد الاملاك.

2- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الادراج:

- الحد الادنى لرأس المال 100 مليون دينار.

-إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الاقل.

- نشر الوضعية المالية لسنتي الاخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة.

- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول.

-إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الاصول قبل دخولها إلى البورصة.

---

[1]-لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي (2005) ، ص69، الموقع الالكتروني: http://www.cosob.org ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/17.

– تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي.

المطلب الرابع: السوق السعودي للاوراق المالية

شهد سوق الاسهم السعودي تطورا كبيرا، كما تؤكده مؤسسة النقد العربي السعودي ويعتبر نظام الشركات الصادر 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الاوراق المالية المصدرة محليا على المواطنين السعوديين باستثناء الشركات المشتركة مع مواطنين من دول الخليج أما الاسواق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت 1983 والتي كان بموجبها يتم تنظيم عملية التداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية.

الفرع الأول: المراحل التي مر بها سوق الاسهم السعودي

لقد مر السوق المالي السعودي بثلاث مراحل:[1]

أولا: المرحلة الاولى: البداية (1954– أوائل الثمانينات)

– بلغ عدد الشركات المساهمة خلال فترة 1975–1954م أربعة عشرة شركة برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال.

– حتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الاسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.

– مع زيادة موارد الدولة في منتصف السبعينيات ازدهرت عمليات بيع وشراء السهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة.

– ارتفاع حجم التداول مع بداية عقد الثمانينات وبلغت أسعار الاسهم مستويات عالية.

– كان انهيار سوق المناخ الكويتي بالاظافة إلى نمو المفرط سببا في تفكير الجدي لوضع قواعد صارمة لتداول الاسهم.

ثانيا: المرحلة الثانية التنظيم (أوائل الثمانينات–2003)

وأهم خصائص هذه المرحلة نذكر منها:

[1]– عبد القادر عبد الله بن حسن، السوق المالية، نشرة فصلية، 2003.

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الاسهم 1983م

- صدر عام 1983م مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على السوق الاسهم وعليه فقد تشكل هيكل سوق المالية السعودية أي البورصة.

- في عام 1984م أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميما يوضح أسلوب تداول السهم ومن أهم ما صدر:

- تشكيل لجنة للاشراف على تداول الاسهم من ثلاث جهات حكومية هي المالية، التجارة ومؤسسة النقد

- إدارة الرقابة على الاسهم في مؤسسة النقد العربي السعودي وتقوم بالتحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والاشراف على كافة عمليات تداول الاسهم.

- إعطاء مهمة الاشراف اليومية إلى قسم خاص ينشأ في مؤسسة النقد.

- قصر نشاط الوساطة على البنوك التجارية وشركة الراجحي المصرفية.

- لتتم نقل ملكية الاسهم إلى بعد دفع القيمة الكاملة.

بدأ في عام 1990 م العمل بنظام آلي لتداول أول نظام الاكتروني متكامل في العالم.

- حدث نظام التداول في أكتوبر 2001م بإطلق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول"

ثالثا: المرحلة الثالثة: نظام السوق المالية(2003-2014)

- تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 المؤرخ في 31/07/2003 وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء.

- يدير الهيئة مجلس مكون من خمسة أعضاء متفرعين يتم تعينهم بأمر ملكي وذلك كل خمس سنوات ويمكن التجديد لكل أو بعض أعضائه لمرة واحدة فقط.

- باشر المجلس أعماله منذ تشكيله في 13 جمادي الولى 1425 هـ الموافق لـ جويلية 2004م.

وتتمثل مهام هيئة السوق المالية السعودية:

- تنظيم المشاركين وسطاء مستثمرين ومصدري أوراق مالية.
- تكوين الجهاز التنظيمي لادارة ومتابعة السوق المالية .
- تنظيم وطرح وإدراج وتداول الاوراق المالية.
- وضع آليات المتابعة وتقاضي والتنفيذ.

الفرع الثاني: الشروط ومتطلبات الادراج

أما فيما يتعلق بالشروط ومتطلبات الادراج:

- أن تكون شركة مساهمة عامة وتكون أسهمها قابلة للتداول طبقا لنظام الشركات السعودي.
- فيما يخص الاسهم النقدية التي تكتب بها المؤسسون أو الاسهم العينية أو حصص التأسيس فل يجوز

تداولها في السوق قبل نشر الميزانية وحساب الارباح والخسائر عن سنتين ماليتين كاملتين.

- أن تقدم الشركة طلبا للادراج مرفقا بصورة من النظام الاساسي وقائمة بأعضاء مجلس الادارة ونموذج لشهادة ملكية اسمها.

كما يمكن بإيجاز تحديد اهم مبررات انشاء سوق الاسهم السعودية فيما يلي: [1]

- زيادة معدل النمو الاقتصادي
- دعم دور القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية
- المساهمة في انجاح سياسة الخصخصة
- تدني مقدرة الجهاز المصرفي على جذب المدخرات المحلية
- جذب الاستثمار الاجنبي واعادة توظيف رؤوف الاموال المهاجرة.

[1] – رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الإستثمارات– دراسة حـــالة سوق الأسهم السعودية–، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، سنة 2007. ص261.

المبحث الثاني : تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية

أولى القائمون على البورصة في كل من مصر، تونس، السعودية والجزائر أهمية بالغة لتطوير وتنشيط هذه الاخيرة حيث عملوا على محاولة ربطها بالبورصات العالمية وتحريرها وفسح المجال أمام المستثمر الاجنبي للتدخل فيها بغية زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الواردة إليها، ومن خلال هذا المبحث سنقوم بعرض المطالب التالية:

-إجراءات ربط بورصات الدول الأربعة مع البورصات العالمية؛

-مساهمة الأجانب في أسواق التداول للدول الأربعة.

المطلب الأول: إجراءات ربط بورصات الدول العربية مع البورصات العالمية

من أجل استقطاب الاستثمار الأجنبي غير المباشر تبنى القائمون على كل من البورصات الأربعة مجموعةمن الإجراءات والتدابير التي تساعد على تعريف وربط هذه الأخيرة بالبورصات العالمية.

الفرع الأول: واقع ربط البورصة المصرية مع البورصات العالمية

من أجل تدارك التطورات والمستجدات الحاصلة في مجال الاوراق المالية، وكذلك من أجلزيادة جاذبية البورصة المصرية للمستثمرين الاجانب في الاوراق المالية، فقد عمل القائمون علىالبورصة المصرية وفي إطار التعاون الإقليمي والدولي بتوقيع عدد من مذكرات التفاهم مع الكثير منالبورصات العربية والعالمية كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): مذكرات التفاهم التي وقعتها البورصة المصرية مع البورصات العربية والعالميةخلال الفترة (1998-2014)

التاريخ	البورصة	الاتفاقية
أكتوبر-98	بورصة مدريد	مذكرة تبادل معلومات
20يوليو-00	بورصة جوهانسبرج	مذكرة تفاهم

31يناير-01	بورصة مالطا	مذكرة تفاهم
13يناير-04	بورصة سيسالونيكي	مذكرة تفاهم
14يناير-04	بورصة الدار البيضاء	مذكرة تفاهم
15سبتمبر-04	سوق أبو ظبي*	مذكرة تفاهم
19ديسمبر-04	سوق الخرطوم	مذكرة تفاهم
29ديسمبر-04	سوق مسقط	مذكرة تفاهم
30ديسمبر-04	سوق البحرين	مذكرة تفاهم
24يوليو-05	بورصة ليبيا	مذكرة تفاهم
22مارس-06	سوق أبو ظبي	مذكرة تفاهم واتفاقية للقيد المزدوج
05ديسمبر-06	سوق دمشق للأوارق المالية	مذكرة تفاهم
07يونيو-07	بورصة شنغهاي	مذكرة تفاهم
27فبراير-08	بورصة قبرص	مذكرة تفاهم
أبريل-09	بورصة الدار البيضاء	مذكرة تفاهم
07يونيو-09	بورصة شنزن	مذكرة تفاهم
23نوفمبر-09	بورصة عمان	مذكرة تفاهم
05ديسمبر-09	سوق الأوراق المالية الليبي	مذكرة تفاهم*
يونيو-12	بورصة اسطنبول	مذكرة تفاهم
نوفمبر-14	بورصة الجزائر	مذكرة تفاهم

المصدر: الموقع الرسمي لبورصتي القاهرة والاسكندرية http://www.egx.com.eg ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/23.

بالاضافة إلى مذكرات التفاهم قامت الهيئة العامة للرقابة المالية ومن خلال عدد من قادتها وخبرائها بحضور عدد من المؤتمرات واللقاءات الخارجية ومن بينها: [1]

-مؤتمر العمل المتقدم حول التنمية الإقتصادية وتنمية السوق في دول الشرق الوسط وإفريقيا في شهرسبتمبر 2005 بكوريا.

-مؤتمر عن الاسواق الناشئة بماليزيا في شهر سبتمبر 2005.

-اجتماع اللجنة الاستشارية التابعة للمنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق المال IOSCO بمدينةفرانك فورت خلال شهر أكتوبر 2005 لمناقشة التوصيات الخاصة بتحديد معايير كفاية رأس المالوإنشاء وحدات خاصة بالجهزة الرقابية لدارة المخاطر.

-مؤتمر الامم المتحدة للتجارة والتنمية بمدينة جنيف حول المبادئ الدولية للمحاسبة ورفع التقاريرخلال شهر نوفمبر 2005.

- مؤتمر IOSCO بالمملكة المغربية خلال شهر مارس 2006.

- مؤتمر أسواق المال في الشرق الوسط بلوس أنجلس في أفريل 2006.

-المجتمع السنوي لسواق المال العربية بلبنان في ماي 2006.

- المؤتمر السنوي لمنظمة IOSCO في إسلم أباد في أوت 2006.

- مؤتمر منظمة IOSCO بالصين في سبتمبر2006.

-مؤتمر المعهد الدولي التابع لهيئة سوق المال المريكية بواشنطن في أكتوبر 2006.

- المشاركة في مؤتمر "تكامل أسواق رأس المال العربية التحديات والفاق" في عمان في فيفري 2007.

-المشاركة في المؤتمر السنوي للمنظمة الدولية لهيئات أسواق المال IOSCO بالهند في أفريل2007.

ومما تجدر الإشارة إليه أيضا هو أن البورصة المصرية حاليا تشغل رئيسا لاتحاد البورصاتالافريقية للمرة الثانية على التوالي، وقد كان ذلك على هامش اجتماعات الجمعية العامة الحادية عشرلاتحاد البورصات الافريقي والتي عقدت في غانا خلال الفترة 31-28

1-الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي (يوليو2005-يونيو2006)، ص33. الموقع الالكتروني: http://www.efsa.gov.eg ، تاريخ الاطلاع: 2015/05/07.

أكتوبر 2007 ، حيث ناقشالاجتماع سبل تطوير وتحديث البورصات الافريقية لتتواكب مع المعايير الدولية ولتنمية قدراتهاالتنافسية لتكون قادرة على مواجهة التحديات العالمية التي تواجه أسواق المال الناشئة. كما يذكر أنالبورصة المصرية قد تولت رئاسة اتحاد البورصات الافريقي المرة الاولى في سبتمبر 2005 وتتبوأأيضا البورصة المصرية حاليا مكانة متميزة حيث أنها: [1]

- عضو بالاتحاد العالمي للبورصات;
- عضواً باتحاد البورصات الأفريقية;
- عضو مؤسس في اتحاد البورصات العربية;
- رئيس اتحاد البورصات اليورو أسيوي.

الفرع الثاني: واقع ربط البورصة التونسية مع البورصات العالمية

إن عولمة الاقتصاد وتجمع أسواق المال والحركية الدائمة لرؤوس الموال وكذلك ضرورةمسايرة نسق التطور الذي تشهده أسواق المال في شتى المجالات خاصة تلك المتعلقة بتوحيد مقاييس ومعايير المراقبة، قد فرضت على هيئة السوق المالي التونسي الانخراط في المجموعة الدولية لهيئات التعديل وكذلك القيام بربط علقات تعاون وتبادل الخبرات مع مختلف الهيئات التعديلية الاجنبية، وذلكمن خلال المساهمة في عدد من المؤتمرات واللقاءات الخارجية نذكر منها:

-المشاركة في أشغال مؤتمرات المنظمة العالمية لهيئات أسواق المال والمعهد الفرانكفوني لهياكل الاشراف على الاسواق المالية الذي يضم ممثلي 16 بلد ناطقا بالفرنسية والذي نظم بدعوة منالجمهورية التونسية في دورة تكوينية في شهر جانفي 2006 حول موضوع السوق الرقابية[2].

-المشاركة في الاجتماع الدوري السنوي للمنظمة العالمية لهيئات أسواق المال الذي نظم

---

[1]-الموقع الرسمي للبورصة المصرية، نقلا عن الموقعhttp://www.egx.com.eg/Arabic/International_Relations.aspx تاريخ الاطلاع 2015/05/12 .

2- هيئة السوق المالية السعودية،التقرير السنوي(2005)، ص65، الموقع الالكتروني: http://www.cma.org.sa، تاريخ الاطلاع: 2015/05/17.

فيهونكونج.

-المشاركة في الملتقى السنوي للهيئات التعديلية للبلدان الصاعدة.

-حضور فعاليات الدورة السنوية للمنظمة الإقليمية لبلدان الشرق الوسط وإفريقيا.

-المشاركة في الملتقى الدولي الذي انتظم في المنامة بالبحرين غضون شهر جوان 2006 والذيخصص لتدارس موضوع التجاوزات بالسوق المالية.

-المشاركة في الدورة التكوينية التي نظمتها المنظمة العالمية لهيئات أسواق المال بمدريد باسبانيا والتي كان موضوعها "مقاربة تطبيقية لمراقبة السوق المالية".

-المشاركة في الاجتماع الدوري لرؤساء الهيئات المنضوية بالمعهد الفرانكفوني لهياكل الاشراف علىأسواق المال الذي أنتظم بالبرتغال، والذي على إثره أسندت رئاسة الهيكل إلى تونس لمدة سنتين. [1]

-حضور المؤتمر السنوي للمنظمة العالمية لهيئات أسواق المال الذي انعقد بالهند.

- المشاركة في عمل مجموعة الخبراء الخاصة بالنظام البنكي والسوق المالية والرامية إلى تسهيلالاندماج الإقتصادي والمالي لدول المغرب العربي في جوان 2007.

-المشاركة في ورشة العمل التي نظمها المعهد الأوربي للادارة العمومية بايطاليا حول حرية تنقلالخدمات ورؤوس الاموال.

-المشاركة في فعليات الملتقى الذي نظمه اتحاد المصارف المغاربية بالجزائر حول رأس المالوالاستثمار[2].

هذا و بالاضافة إلى حضور جل الملتقيات والتظاهرات العالمية المذكورة أنفا، تقوم هيئة السوقالمالية التونسية بمجموعة من الإجراءات والنشاطات ذات الطابع الدولي قصد زيادة التعريف بالبورصةالتونسية عالميا، حيث وفي هذا السياق تقدمت الهيئة خلال سنة 2006 بطلب رسمي للانضمام إلىالبروتوكول الدولي لتبادل المعلومات الذي وضعته المنظمة العالمية لهيئات أسواق المال ومن أجل كسبالمزيد من التجربة في السوق المالية، يقوم إطارات الهيئة بتربصات و زيارات ميدانية إلى عدة هياكلأجنبية تنشط في قطاع السوق المالية.

---

[1]- المرجع السابق، التقرير السنوي2006، ص61.

[2]- المرجع السابق، التقرير السنوي2007، ص62.

الفرع الثالث: واقع ربط بورصة الجزائر مع البورصات العالمية

في ظل انتشار مفهوم العولمة وتأثيرها على أسواق المال فإن التعاون الدولي بين بورصات العالم أصبح يمثل خطوة هامة عن طريق تطوير آليات عمل وعمق هذه الاسواق، حيث يشمل عادة تبادل الخبرات و التنسيق فيما يتعلق بخطط التطوير والتحديث ومواجهة التحديات سواء على المستوى الدولي أو الإقليمي أو حتى على المستوى الفردي للبورصات وخاصة الناشئة منها. وبورصة الجزائر وبالرغم من مرور أكثر من عقد على تأسيسها إلا أنها لا تزال تتخبط في مشاكل عديدة، الامرالذي لا يسمح بتوافر مقومات الربط مع البورصات العالمية وبالتالي تعزيز مكانتها عالميا بين مختلفأسواق الاوراق المالية. إلا أن القائمين على بورصة الجزائر يسعون جاهدين لتطوير وتنشيط وتعزيزمكانة البورصة سواء على المستوى المحلي أو على المستوى الدولي، وذلك من خلال مشاركة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مع هيئات الضبط بصفتها عضو في المنظمة الدولية للجان القيم مندسنة 2001 ولجنة الاسواق الناشئة واللجنة الجهوية لفريقيا والشرق الوسط. كما تشارك اللجنة التيلها العضوية أيضا في المعهد الفرانكفوني للضبط المالي (IFREFI) مند سنة 2002 في جميع التظاهرات التي ينظمها هذا المعهد[1].

و من بين التظاهرات الدولية التي شاركت فيها لجنة تنظيمعمليات البورصة ومراقبتها ما يلي: [2]

-المشاركة في المؤتمر الدولي للمنظمة الدولية للجان القيم الذي عقد في أفريل 2005 بالعاصمةكولومبو (سيريلنكا).

-المشاركة في ملتقى تكوين مستخدمي السلطات الفرانكفونية لضبط الاسواق المالية الذي جرى فيجوان سنة 2005 ببروكسل.

-المشاركة في المؤتمر الدولي الحادي والثلثين للمنظمة الدولية للجان القيم الذي عقد يومي 5 و6جوان سنة 2006 في هونغ كونغ.

-المشاركة في أشغال اللجنة الجهوية لفريقيا والشرق الوسط التي نظمت في الرباط من

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي (2005) ، مرجع سابق، ص33.

2- المرجع السابق، ص35.

23 إلى25 مارس 2006. والتي ناقشت مجموعة من النقاط كان من بينها إشكالية التكامل بين الاسواق المالية الجهوية.

-المشاركة في اللقاء السنوي للمعهد الفرانكفوني للضبط المالي الذي جرى في رومانيا من 11 إلى13 سبتمبر سنة 2006.

-المشاركة في الاجتماع السنوي للجنة الاسواق الصاعدة في المنظمة الدولية للجان القيم المنعقد فيدولة المارات العربية المتحدة.

وفي هذا السياق أيضا أبرمت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بعض مذكرات التفاهموالتعاون نذكر منها:

-مذكرة تفاهم مع الامارات يهدف موضوعها إلى ضمان حماية المستثمرين وترقية النزاهةوالشفافية وحسن سير الاسواق المالية في الجزائر وفي المارات العربية المتحدة، والقيامبدور الاطار لنشاطات التعاون الفني والمساعدة المتبادلة والتمكين من تبادل المعلومات بينسلطتي الضبط في ظل احترام القوانين والنظمة الجاري بها العمل في كل التشريعين.

-التعاون في إطار برنامج المساعدة للشراكة الورو متوسطية (MEDA).

-التعاون مع الوكالة الكورية للتعاون الدولي ومعهد التنمية الكوري (KOICA/KDI).

- التعاون مع المعهد الفريقي المتعدد الطراف (IMA).

-التعاون مع مجلس الخلقيات في القيم (CDVM) المغرب.

من خلال ما سبق يتبين لنا بأن القائمون على البورصة في كل من الدول الثلثة قد عملوا على إقامة علقات تعاون وتبادل للخبرات مع مختلف الهيئات الدولية بالضافة إلى إبرام اتفاقيات معكثير من البورصات العربية والعالمية.

الفرع الرابع: واقع ربط بورصة السعودية مع البورصات العالمية

فتح سوق الأسهم السعودي "تداول" أبوابه أمام المستثمرين الأجانب في 2014، هذه الخطوة جعلت الحكومات والشركات الخليجية خارج نطاق المملكة، تفكر بأبعاد هذا الأمر على بلدانها، تنشأ المخاوف لدى هذه الدول من إمكانية سحب المستثمرين لأموالهم

من أسواقها وضخها في الشركات السعودية، الأمر الذي سيخلف معه خروج تدفقات سيولة سريعة مما يؤثر سلباً على البورصات المحلية.

ومع ذلك، بالنظر إلى أنماط الاستثمار في السعودية، والشواهد من الأحداث المماثلة السابقة، وعوامل الدورة الاقتصادية الحالية، ستتبدد هذه المخاوف بشكل كبير، فتظهر طريقة الاستثمار التقليدية في المنطقة أن أي إعادة توزيع للأصول بطريقة مفاجئة هو أمر مستبعد، فالمستثمرون المؤسساتيون بمنطقة الخليج، والمتعاملون الرئيسيون في المنطقة، لا يسحبون أصولهم من بلد واحد لاستثمارها في بلد آخر، إذ يسير هؤلاء وفق منهجية أكثر تدرجاً، وعند اتخاذهم القرار لزيادة انكشافهم على بلد، فإن التغير يتم تنفيذه عبر استثمارات تقليدية، دون تجريد أصولهم من الأسواق الأخرى.

إضافة إلى ذلك، هذه المؤسسات غالباً ما تتبع توزيعات قائمة على قواعد، بمعنى أنه يتعين عليها توزيع أصولها عبر البلدان بعد وجود قاعدة موضوعة مسبقاً، بحيث تكون مربوطة عادة بالنسبة المئوية للناتج المحلي الإجمالي العالمي للبلد. كما أنها مضطرة للحفاظ على نسبة مئوية معينة في محافظها في كل بلد، هذا القيد المفروض على استراتيجيتها يقلص من مستوى التقلب بشكل عام.

اضافة انه لم يحدث أن صارت أحداث مماثلة على إعادة توزيع رأس المال في السعودية. على سبيل المثال، في يونيو 2014، تمت ترقية سوقي قطر ودبي من مؤشر "الأسواق شبه الناشئة" إلى مؤشر "الأسوق الناشئة"، وهذه الخطوة التي أعلن عنها في بداية 2013، تؤدي في الغالب إلى زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي غير المباشر.

ونتيجة لحجم الاستثمارات القادمة من مستثمرين مؤسساتيين أجانب التي تلقاها السوقان بشكل ملحوظ، ارتفعت التدفقات في سوق دبي من 203 ملايين دولار في 2012 إلى 709 ملايين دولار في 2013، بينما كان التغير أكبر في قطر، فبعد أن

خرجت تدفقات بقيمة 925 مليون دولار من السوق عام 2012، بلغ صافي التدفقات داخل السوق 616 مليون دولار في عام 2013. ومع ذلك، لم تأتِ هذه الزيادات من سحب الاستثمارات من بلدان أخرى. على سبيل المثال في الكويت، تراجعت التدفقات التي تأتي من هؤلاء المستثمرين بشكل طفيف في 2013 (509 ملايين دولار) مقارنة بعام 2012 (639 مليون دولار). كذلك فان ترقية هذين السوقين لم ترفع نسبة المستثمرين الأجانب من الناحية النسبية. ففي 2014، ارتفعت نسبة الأسهم القطرية المستحوذة من أجانب من 8% إلى 9.1%، بينما في دبي، ارتفعت من 17% إلى 17.3%، وشهدت أبوظبي تغيراً مماثلاً، إذ ارتفعت نسبة استحواذ الأجانب من 10.4% إلى 11.4%. ونظراً إلى أن سوقي قطر ودبي شهدا عوائد ضخمة خلال تلك الفترة بلغت 55% و119% على التوالي، فقد ترتب على الأمر زيادة في الطلب أتت معظمها من مستثمرين محليين، هؤلاء قاموا ربما بتحويل مصادر من أصول أخرى إلى أسهم من هذه البلدان.

وهو ما يتفق مع النتائج التي استخلصها صندوق النقد الدولي حول المحافظ الاستثمارية في دول مجلس التعاون الخليجي، التي تظهر انحيازاً محلياً قوياً في المنطقة. فالمستثمرون الخليجيون يفضلون الاستثمار في أسواقهم المحلية. ثالثاً، بما أن معظم الاستثمارات التقليدية في السعودية قد يكون مصدرها مستثمرون في الخليج، فإن هذا الأمر سيخفف من تأثير التغيرات التنظيمية. فالمستثمرون الخليجيون لديهم انكشاف غير محدود على السوق السعودية، مما يقلص من إمكانية إعادة توزيع رؤوس الأموال بشكل كبير يلي هذا التغير.

كما قد يكون المستثمرون الخليجيون قادرين على أخذ مراكزهم تدريجياً دون الحاجة إلى انتظار الموافقة رسمياً على تغيير التشريع. علاوة على ذلك من المرجح أن يكون تحرير السوق تدريجياً من خلال قيود أولية تفرض على المستثمرين الأجانب الذين ربما سيلجأون إلى اتخاذ موقف حذر في المراحل الأولى مما يقلل مرة أخرى فرصة

حصول أي تعديل سريع. أخيراً، ستخفض عوامل دورة التقلبات الاقتصادية من تأثير انفتاح سوق تداول. فانهيار أسعار النفط في الأشهر الستة الماضية خفف من ثقة المستثمرين الإقليميين.

ورغم التعافي الخجول مؤخراً، إلا أن سعر برميل النفط لا يزال أقل بنسبة 50% مقارنة بمستوى يونيو 2014. وفي حال لم ترتفع أسعار النفط، فإن قدرة إنفاق الحكومة السعودية التي تعد المحرك الرئيسي للاقتصاد السعودي، وعاملا رئيسيا يفسر أداء الشركات المدرجة في السوق، ستتأثر بشكل كبير. إضافة إلى ذلك، سيكون على السعودية المنافسة من أجل جذب اهتمام المستثمرين مع أسواق مهمة جديدة مثل الصين، التي تصنف بورصتها حالياً كسوق ناشئ وفق مؤشر مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (MSCI) كما شرعت الصين في عملية تحرير لسوقها من خلال تسهيل دخول المستثمرين الأجانب تدريجيا وتملكهم أسهما في شركاتها المدرجة.

إذا فتحت السوق السعودية أبوابها في 2015، فإنها ستجذب اهتماماً كبيراً من المستثمرين الأجانب، لكن العملية ستكون تدريجية، وتأثيرها معتدلاً على المنطقة. ومن المستبعد الآن حدوث أي عملية سحب كبيرة للسيولة من الأسواق الكويتية والإماراتية أو أي بلد خليجي آخر وضخها في سوق تداول. [1]

المطلب الثاني: مساهمة رأس المال الأجنبي في بورصات الدول العربية

في هذا السياق سوف نتناول مساهمة الأجانب في كل من بورصات الدول الأربعة خلال الفترة(2002-2007) وذلك كما يلي:

الفرع الأول: واقع الاجانب في البورصة المصرية

اهتم القائمون على البورصة المصرية بتنشيط السوق و تحريرها على العالم

[1] – رئيس قطاع البحوث في شركة آسيا للاستثمار، انفتاح الأسهم السعودية على الأجانب يجذب اهتمام المستثمرين العالميين، مجلة الرياض، 2015.

الخارجي خاصة مع الاسواق العالمية، وهو الذي انعكس في زيادة درجة التأثير المتبادل والترابط مع هذه الاسواق، كما ساعد النشاط الذي يشهده برنامج الخصوصة على إعطاء جاذبية متزايدة للسوق المصري بين الاسواق الناشئة خاصة بالنسبة للمستثمرين الأجانب سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، وهو ما ساعد أيضا على تدفق الاستثمارات الاجنبية إلى البورصة المصرية.

والجدول التالي يبرز تطور عدد المستثمرين الأفراد والمؤسسات فيالبورصة المصرية للفترة الممتدة من 2005 الى غاية 2007 :

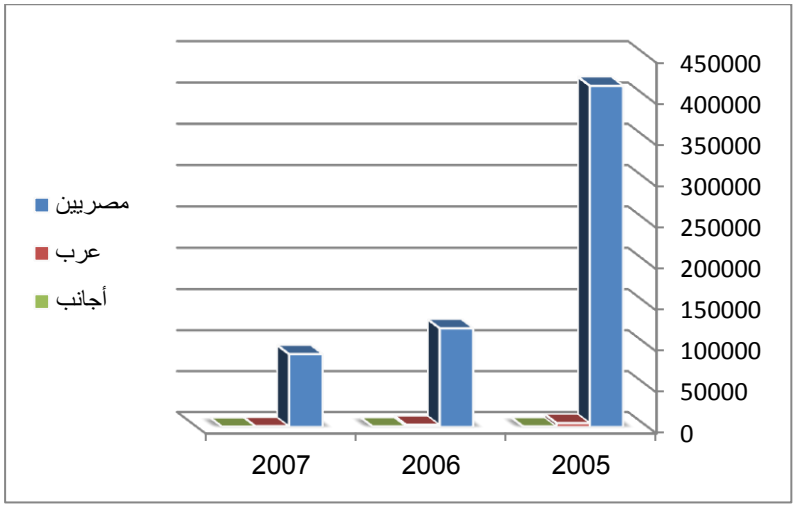
الجدول رقم (3-2): تطور عدد المستثمرين في بورصة مصر خلال الفترة (2005-2007)

	اجمالي عدد المستثمرين الجدد في البورصة خلال 2007مقارنة بعام 2006						اجمالي عدد المستثمرين المكودين حتى 2007		
	افراد			مؤسسات			افراد	مؤسسات	إجمالى
	2005	2006	2007	2005	2006	2007			
مصريين	414336	120,724	89,128	709	505	508	1,566,388	17,602	1,583,990
عرب	4991	2696	917	342	178	182	17,090	1,591	18,681
اجانب	756	610	373	515	540	804	5,216	*7,754*	12,970
الإجمالي	420083	106,932	90,418	1566	1,223	1,494	1,588,694	26,947	1,615,641

المصدر: الموقع الرسمي للبورصة المصرية، التقريرين السنويين(2006 ،2007)، الموقع الالكتروني:http://www.egx.com.eg تاريخ الاطلاع: 2015/04/26.

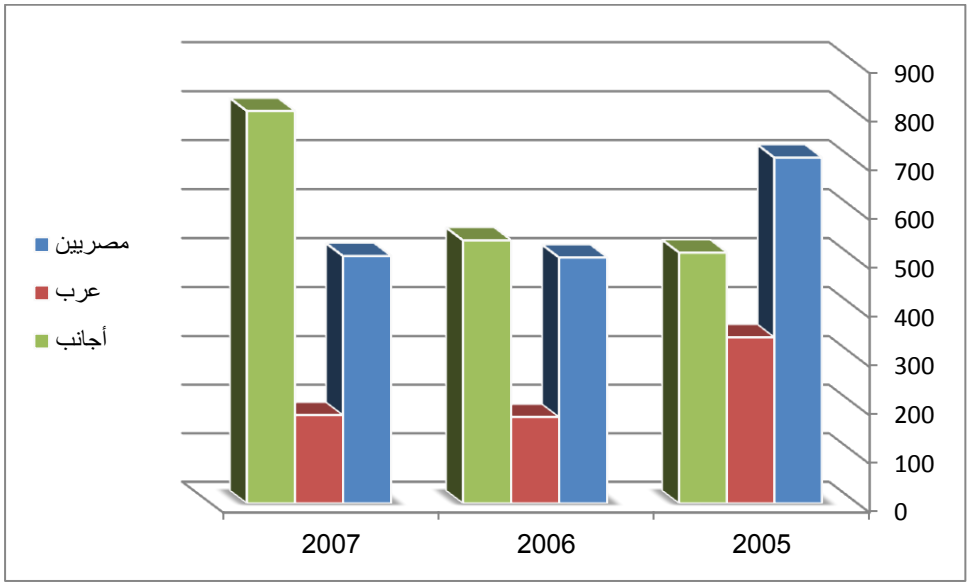
والشكلين التاليين يوضحان بشكل اكبر تطور عدد المستثمرين في بورصة مصر خلال الفترة (2005-2007).

الشكل رقم (3-1):تطور عدد الافراد الجدد المستثمرين في بورصة مصر (2005-2007)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3-2).

الشكل رقم (3-2):تطور عدد المؤسسات الجدد المستثمرين في بورصة مصر خلال الفترة(2005-2007)



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول السابق.

إن أهم ما يلاحظ في الجدول السابق هو تنوع المستثمرين وجنسياتهم، فنجد مستثمرين أفراد كمانجد مستثمرين مؤسسات سواء كانوا مصريين أو أجانب عرب أو أجانب غير عرب. وأن عددالمستثمرين المكودين الجدد بمختلف أنواعهم في البورصة المصرية في كل سنة من سنوات الفترة(2005-2007) يعتبر كبيرا إلى حد ما، حيث نجد عدد المستثمرين الأجانب غير العرب الجدد يشكلوننسبة معتبرة مقارنة بعدد المستثمرين

المكودين الجدد العرب أو مقارنة بعدد المستثمرين المكودين الجددالمصريين وخاصة فيما يتعلق بالمستثمر ذوي الطابع المؤسسي، إذ يفوق عدد المستثمرين الأجانب غيرالعرب كل من نظيريه العرب غير المصريين و المصريين ماعدا في سنة 2005 أمام هذا الأخير عندمابلغ عدد المستثمرين الأجانب 515 مستثمر مؤسسي مقابل 709 مستثمر مؤسسي مصري في الوقتالذي سجل 342 مستثمر مؤسسي للعرب.

كما نلاحظ أيضا أن إجمالي عدد المستثمرين قد حقق زيادة سنة 2007 مقارنة بسنة 2006 وذلك في كل أنواع المستثمرين، حيث زاد العدد الجمالي للمستثمرين العرب في البورصة المصرية بنسبة 2.29 % في الوقت الذي بلغت نسبة الزيادة بـــ 16.44 % لاجمالي عدد المستثمرين الأجانب غير العرب، و6 % لإجمالي المستثمرين المصريين. و بنسبة زيادة إجمالية قدرها 6.02 % لكافة أنواع المستثمرين.

وفي هذا الشأن وأمام زيادة عدد المستثمرين فقد سجل زيادة في ملكية الأجانب من الاوراق المالية في سوق المال المصري، حيث بلغت نسبة الملكية في 30 جوان 2005 نسبة 26.9 % لترتفعإلى 28.4 % بتاريخ 30 جوان 2006. كما يساهم الجانب بنسبة معتبرة في رأس المال السوقي حيثبلغت هذه النسبة 43.2 % يوم 30 جوان 2005 لترتفع بعد ذلك إلى 47.5 %.

وذلك كما يوضحه الجدول التالي والذي يبين لنا القيمة المملوكة للاجانب ورأس المال السوقي :

الجدول رقم (3-3): مؤشرات ملكية الأجانب من الاوراق المالية في البورصة المصرية خلال الفترة(30 جوان 2005- 30 جوان 2006)

البيان / التاريخ	الكمية المملوكة للاجانب (بالمليون ورقة)	عدد الاسهم (بالمليون ورقة)	النسبة (%)	القيمة المملوكة للاجانب (بالمليون جنيه)	القيمة المملوكة للاجانب (بالدينارالجزائري)	رأس المالالسوقي (بالمليون جنيه)	النسبة (%)
2005/06/30	1.388	4.977	26.9	132.309	1729.2125	305.201	43.2
2006/06/30	2.554	87.987	28.4	163.056	2131.0604	343.565	47.5

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر، التقرير الشهري، جوان2005- جوان2006 ، ص40، الموقع الالكتروني: http://www.efsa.gov.eg ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/18.

بالاضافة إلى مساهمة الاجانب في رأس المال السوقي وما يترتب عليه من زيادة الرسملة السوقية للسوق المصري، فهم يساهمون أيضا في نشاط وسيولة هذا الاخير من خلال المساهمة في حجم وقيمة التداول، وذلك كما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): مساهمة الأجانب في قيمة التداول بالسوق المصري خلال الفترة (2002-2007)

البيان / السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمةالتداول (بالمليار جنيه)	34.2	27.8	42.3	160.6	287	363
قيمة التداول (بالمليار دينار جزائري)	445.455	362.095	550.9575	2091.81	3738.175	4728.075
نصيب الاجانب غير العربفي إجمالي قيمة التداول (%)	17.3	12.7	20.5	16.4	16.6	19.2
نصيب العرب في إجمالي قيمة التداول(%)	1.8	7.8	7	13.9	13.6	12.5
نصيب المصريون(%)	80.9	79.5	72.5	69.7	69.8	68.3

المصدر: بورصة مصر، مرجع سابق، التقارير السنوية،(2004، 2005، 2006، 2007).

يلاحظ من الجدول السابق أن سوق التداول المصري يساهم فيه كل من المصرييونوالأجانب العرب والأجانب غير العرب، وأنه وبالرغم من استحواذ المصريون على النسبة العظمى منقيمة التداول خلال الفترة (2002-2007) إلا أن هذه النسبة في تناقص مستمر مند سنة 2002 عندماسجل ما نسبته 80.9 % كحصة للمستثمرين المصريين مقابل 19.1 % للأجانب العرب وغير العرب،فإن هذه النسبة أصبحت تقدر بـــ 68.3 % مقابل 31.7 % سنة 2007.

الفرع الثاني: واقع الاجانب في البورصة التونسية

يعتبر الاستثمار الدولي أحد أهم الخيارات التي تعتمد عليها الحكومة التونسية في دفعالاقتصاد الوطني، ومن أجل ذلك فقد تبنت الحكومة التونسية سياسة الانفتاح الاقتصادي على الخارج.

و سمحت بتدخل المستثمر الاجنبي في سوق أوراقها المـــالية كمصدر من مصادر التمويلالخارجي الذي لا يترتب عليه مديونية للشركات المحلية والذي يساهم في تنشيط استثماراتها، وكعامل مساعد في زيادة نشاط وتطوير سوق الاوراق المالية التونسية.

وفي هذا الصدد يسمح القانون التونسي للمستثمر الأجنبي اقتناء أسهم في الشركات المدرجةبالبورصة وغيرها التي تنشط في القطاعات التنافسية وذلك إلى نسبة لا تتجاوز 50% بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافقة الهيئة العليا للاستثمارات. وقد سجلت البورصة التونسية مساهمة أجنبية معتبرة في إجمالي رأس المال السوقي. و هو كما يوضحه الجدولالتالي الذي يظهر لنا رأس مال السوق الاجمالي والرسملة السوقية للأجانب وحصة الأجانب من إجمالي رأس مال السوق:

الجدول رقم (3-5): مساهمة الاجانب في الرسملة السوقية خلال الفترة (2002-2007)

البيان / السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2007
رأس مال السوق الاجمالي (مليون دينار)	2842	2976	3085	3840	5490	6527
الرسملة السوقية للأجانب (مليون دينار)	665	750	789.75	1082.8	1515.5	1827.88
حصة الأجانب من إجمالي رأس مال السوق (%)	23.4	25.2	25.6	28.2	27.6	28

المصدر: بورصة تونس، التقارير السنوية (2004، 2005، 2006، 2007) ، الموقع الالكتروني:http://www.bvmt.com.tn ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/17.

إن أهم ما يلاحـــظ من الجدول رقم (3-5) هو وجود مســـاهمة أجنبية معتبرة طيلة الفترة مدة الدراسة (2002-2007)، إذ لم تقل مساهمة الاجانب في رأس مال السوق عن 665 مليون دينار،وهي القيمة المسجلة سنة 2002 والتي تضاعفت من سنة إلى أخرى دون أن تسجل أي تراجع لتبلغقيمته 1827.88 مليون دينار سنة 2007 أي بزيادة قدرها 174.87% مقارنة بسنة 2002 .

إلى جانب المساهمة الاجنبية في الرسملة السوقية ، نجد أن الأجانب يساهمون أيضا في سوقالتداول بيعا وشراء في الاوراق المالية المتداولة بالبورصة التونسية.

وهو ما يوضحه الجدول التالي الذي يظهر لنا قيمة حجم التداول على الاسهم للفترة الممتدة من 2002 لغاية 2006 ومساهمة الأجانب على مستوى الشراءات والمبيعات:

الجدول رقم (3-6): مؤشرات ملكية الأجانب في الشركات المدرجة بالبورصة التونسية خلال الفترة(2002-2007)

الوحدة : مليون دينار

البيان / السنة		2002	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة حجم التداول على الاسهم		238	217	286	623	707	-
مساهمة الاجانب	الشراءات	47	37	63	147	143	84
	المبيعات	37	19	33	95	99	70

	الرصيد الصافي	9	18	30	52	44	14

المصدر: المرجع السابق ، التقارير السنوية 2006،2007.

ما يلاحظ من الجدول السابق هو عدم الاستقرار في حجم شراءات ومبيعات الأجانب لأسهمالشركات المدرجة والتي كانت كلها تترك رصيد صافي موجب طوال فترة الدراسة،وهو الرصيد الذي تزايد في البداية حتى سنة 2005 عندما سجل رصيد صافي قدره 52 مليون دينارأي بزيادة قدرها 477.7 % عما تم تسجيله سنة 2002 ليتراجع بعد ذلك في 2006 إلى 44 مليوندينار، ثم بعدها إلى 14 مليون دينار سنة 2007 أي بنسبة انخفاض قدرها 73.07 %.

الفرع الثالث: واقع الاجانب في البورصة الجزائرية

سعت الجزائر وعلى غرار الكثير من الدول النامية إلى تجسيد العديد من الاصلاحات فيمحاولة منها لتحرير الإقتصاد الوطني وتكييفه مع التحولات العالمية، ومن ثم الانفتاح أكثر على الاستثمار الدولي، وذلك بعدما أصبحت تدرك أهمية هذا الأخير في دفع عجلة النمو الاقتصادي إلىالأمام.

وفي هذا السياق فقد أقدمت الجزائر على صياغة تشريعات ونظم وترتيبات تخص تشجيعالاستثمار وتهيئة كل الظروف الممكنة والملئمة لاجتذابه والترويج له بموجب قوانين داخلية واتفاقياتدولية وتقديم الضمانات اللزمة لكسب ثقة المستثمر الأجنبي وتقديم الحوافز والمتيازات لدفع هذاالخير وتشجيعه على العطاء أكثر، إذ نجد من أهم قوانين الستثمار في هذا المجال قانون أكتوبر1993 وقانون 1995 ثم قانون 2001 والذي تضمن عدة مزايا جمركية وتبسيط الإجراءات الادارية وتوسيع لمجال النشاط.

هذا وبالرغم من الجهود المبذولة من طرف القائمين على سوق الأوراق المالية في الجزائرمثل إقامة علقات تعاون مع بورصات ومنظمات عالمية كما سبقت الشارة إليه، إلا أنه في الحقيقة لميسجل أي مساهمة للجانب على مستوى البورصة الجزائرية، وذلك لأسباب عدة منها قلة النشاط وعدد الأوراق المالية المتداولة فيها ونوعيتها، بالإضافة إلى

الغياب التام لشهادات الإيداع الدولية والصدارات الأجنبية بها مما ترتب عنه قلة جاذبية البورصة للمستثمر الأجنبي.

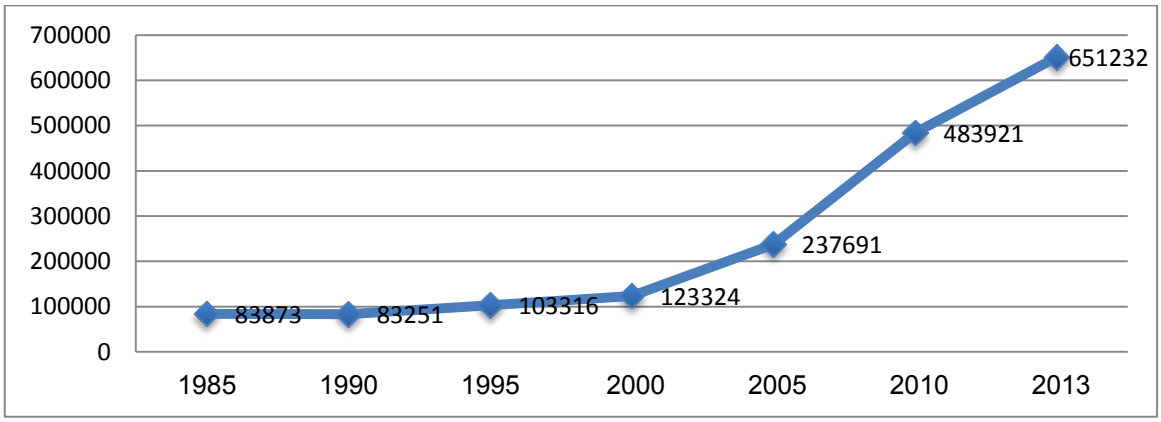
الفرع الرابع: واقع الاجانب في البورصة السعودية

يُعد عنصر الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية في اقتصاد المملكة العربية السعودية، حيث يعتبر معدل التضخم في المملكة منخفض نسبياً، فقد بلغت نسبته 3% في نهاية عام 2013، مما يؤثر بشكل ايجابي على بيئة استثمار الاجانب فيها، كما أن المملكة تعتبر أكبر منتج ومصدر للبترول في العالم، حيث أنها تملك 25.6% من احتياطي العالم، إذ أن أسعار مشتقات البترول تعتبر منخفضة نسبياً في المملكة مقارنة بغيرها من الدول؛ بسبب إنتاجه وتكريره محلياً، مما يشجع المستثمر المحلي والأجنبي على الاستثمار في اغلب القطاعات المنتجة في المملكة.

حيث يوضح الرسم التالي تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في السعودية خلال الفترة من 1985 لغاية 2013:

الشكل رقم (3-3): تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1985-2013).

الوحدة: مليون ريال



المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي (2014)، الموقع الالكتروني: http://www.sama.gov.saتاريخ الاطلاع: 2015/05/20.

يوضح الشكل السابق ارتفاع معدل الاستثمار في المملكة العربية السعودي بشكل كبير في بداية القرن العشرين، حيث أنه في العام 2001 تم تشكيل الهيئة السعودية للمدن الصناعية ومناطق التقنية؛ بهدف زيادة المساهمين الأجانب في الاستثمار ودفع عجلة التنمية، مما جعل الاستثمار يرتفع في نفس العام بشكل ايجابي من 103316 مليون ريال وحتى 651232 مليون ريال في العالم 2013.

كما يدل ارتفاع الاستثمار في المملكة بشكل كبير خلال الفترة السابقة، إلى وجود حوافز وقوانين تدعم البيئة الاستثمارية، والتي تقدمها المملكة للمستثمرين؛ بهدف تحسين وتنشيط هذه البيئة الاستثمارية، ومن أهم هذه الحوافز وجود هيئات حكومية داعمة للاستثمار تتمثل في مؤسسة النقد العربي السعودي والذي يهتم بالإشراف على البنوك التجارية وإدارة سياسات لتعزيز استقرار أسعار الصرف، والغرف التجارية التي من شأنها أن تهتم بتقوية القاعدة التجارية؛ بهدف الحصول على التنمية والتطوير.

المبحث الثالث : واقع سوق الأوراق المالية العربيةفي كل من مصر، تونس، الجزائر والسعودية

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رسملة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب وتظهر الثغرات متباينة بين الأسواق العربية في شكل معوقات تحول دون كفاءتها، لذا كان من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب، وفي محاولة منا تقديم البدائل الممكنة لتحقيق الكفاءة المالية

المطلب الأول: الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية :

نتناول فيمايلي الإطار التشريعي والتنظيمي لنماذج من أسواق الأوراق المالية العربية بغية تقييم القطاع المالي وبرامج الإصلاح المعتمدة في مختلف الدول العربية، ونقسمها بين أسواق مالية متطورة ذات فائض مالي، وأسواق في إطار الإصلاح ذات العجز المالي.

الفرع الأول: نموذج من بورصات دول الفائض المالي :نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

- **سوق الأسهم السعودي:** قبل سنة 2008 لم يكن بامكان المستثمرين الأجانب الاستثمار في هذا السوق العملاق، ولكن بعد هذا التاريخ سمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم المدرجة في البورصة ولكن عبر وسيط سعودي يمثل المالك القانوني للأسهم، أي استثمار غير مباشر عن طريق صناديق استثمارية محلية، وبالتالي يحرم المستثمر الأجنبي سواء فرد أو مؤسسة من حق التصويت في الجمعية العمومية للشركات مصدرة الأسهم، وبموجب هذا الإجراء يحق للمستثمر الأجنبي أن يجني

العوائد المتولدة عن الأسهم المشتراة ويتحمل جميع المخاطر الناجمة عن هذا التملك، أما فيما يخص الاستثمار المباشر في سوق الأسهم السعودي،فلحد الآن لا يتم السماح للأجانب بالتداول مباشرة في السوق، وهناك دراسة لمحاولة فتح هذا السوق مباشرة للأجانب في الأعوام المقبلة[1] ، وبسبب هذه العراقيل كانت نسب تعاملات الأجانب في السوق السعودي ضئيلة جدا بالمقارنة بين المستثمرين المحليين حيث لم تتجاوز 6 % كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (3-7): تعاملات الاجانب في سوق الاسهم السعودي (2008-2011)

الوحدة: مليار دينار جزائري

1ريال سعودي=26.6975دج

السنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تعاملات الاجانب
	بيع	شراء		
2008	2,589	2,059	(530)	% 5.25
2009	1,364	1,395	31	% 4.11
2010	1,070	1,158	88	% 5.52
2011	1,360	1,289	(71)	% 4.54

المصدر: النشرات الشهرية لتعاملات المستثمرين حسب الجنسية في السوق السعودي لسنوات 2008الى 2011.

الموقع الالكتروني:http://www.argaam.com/article/research/pageno ،تاريخ الاطلاع:2015/05/22

ونلاحظ من الجدول أن السوق السعودي وفيما يخص تعاملات الأجانب عرف صافي استثمار سالب سنة 2008 أي تدفق للخارج بقيمة حوالي 530 مليار دينار جزائري، وكانت نسبة تداول بالنسبة للتداول الإجمالي 5.25 %، وتغيرت الأحوال سنتي 2009 و2010 حيث أصبح التدفق للداخل أي صافي استثمار موجب حيث سنة 2010 وصل صافي الاستثمار الموجب إلى 88 مليار دينار جزائري، وكانت نسبة تداول الأجانبارتفعت بالمقارنة مع 2009 حيث بلغت5.52 % وفي

1- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات،مناخ الاستثمار في الدول العربية، تقرير سنوي (2008)، الكويت، ص 43.

2011أصبح التدفق مرة أخرى للخارج وبلغ صافي الاستثمار بالسالب 71 مليار دينار جزائري، وبلغت نسبة التداول الأجانب 4.54%.

الفرع الثاني: نماذج من بورصات دول العجز المالي: نذكر نوعين منهما على سبيل المثال لا الحصر:

1-**بورصة تونس:** يسمح للمستثمر الأجنبي اقتناء الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة وغيرها التي تنشط في القطاعات التنافسية إلى مستوى يصل إلى49.99% بدون ترخيص مسبق، ويمكن تجاوز هذه النسبة بعد الحصول على موافقة الهيئة العليا للاستثمار، وفي إطار تشجيع الاستثمار الأجنبي في البورصة التونسية، يسمح للمستثمرين الأجانب تحويل الاستثمار الأصلي والأرباح بكل حرية مع إعفاء المداخيل المتأتية من هذا الاستثمار من الضرائب.[1]

وبسبب هذه الإجراءات ارتفعت مساهمات الأجانب في القيمة السوقية للبورصة حتى أنها وصلت سنة 2005 إلى 28.2 % وبقيت مستقرة في سنوات 2006 و 2007 ،ثم عرفت انخفاضات كبيرة بدأت من سنة 2008 إلى 2010 حيث وصلت20.2 % وهذا بالطبع بسبب خروج الاستثمار الأجنبي من هذه البورصة وهذا ما يبينه صافي الاستثمار.

[1]- بورصة تونس للأوراق المالية ، موقع الأنترنت،http://www.bvmt.com.tn، تاريخ الاطلاع:2015/05/20.

الجدول رقم (3-8): تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة التونسية(2005-2010)

الوحدة: مليون دينار جزائري

1 دينار تونسي= 51.1399دج

سنوات	نوع العملية		صافي الاستثمار	نسبة التداول	نسبة تملك الأجانب من رسملة السوق
	بيع	شراء			
2005	4832.654	7491.893	2659.238	% 19.39	% 28.20
2006	5088.35	7312.906	2224.555	% 17.14	% 27.62
2007	3574.63	4300.807	726.1766	% 9.21	% 28
2008	33654.71	31194.91	(2459.8)	% 33.10	% 24.74
2009	13142.77	7006.07	(6136.7)	-	% 21.9
2010	16671.38	9460.752	(7210.63)	-	% 20.2

المصدر: التقارير السنوية لبورصة تونس (2005-2010) الموقع الالكتروني http://www.bvmt.com.tn

فنلاحظ من الجدول السابق تحقق تدفق إلى الداخل أي صافي اس**تثمار** موجب في سنوات 2005 و2006 و2007 حيث بلغ على التوالي (2659، 2224،726) مليون دينار جزائريوكانت نسبة تداول الأجانب على التوالي تقدر بـــ(19.39، 17.14، 9.21%) ، ولكن في سنوات 2008 و2009 و2010 عرفت البورصة التونسية تدفقات للخارج أكبر وهو ما يبينه صافي الاستثمار السالب بمقدار(2459، 6136، 7210)مليون دينار جزائري علىالتوالي وهذا بالطبع بسبب تداعيات أزمة 2008 على الاقصاد التونسي.

2-**البورصة المصرية:** أتاح القانون رقم 95 لسنة 1992 للمستثمر الاجنبي الاستثمار في البورصة المصرية، دون قيود فلا توجد سقوف لملكية الاجانب لاسهم الشركات او أية قيود على عضويتهم في مجالس إدارة الشركات، وتم إعفاء كافة الأرباح الرأسمالية والفوائد من أية ضرائب، ونتيجة لذلك بدا التداول الفعلي للاجانب في البورصة منذ عام 1996.

كما وقعت مصر عام 1991 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية، وهي ملتزمة طبق لها بازالة كل القيود امام مشاركة الاجانب في سوق المال، سواء في عمليات

الاكتتاب او شركات السمسرة و التجارة في الاوراق المالية او المقاصة او التسوية، والتسويق وتنشيط السوق او إدارة محافظ الأوراق المالية، او إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس مال المخاطر[1]، والجدول التالي يبين ذلك .

الجدول رقم (3-9): نصيب الأجانب من التداولات في البورصة المصرية.

الوحدة :مليار دينار جزائري

1جنيه مصري = 13.1181 دج

سنوات	نوع العملية		صافي	نسبة تداول الأجانب
	بيع	شراء		
2005	270.762	355.342	84.58	% 30.3
2006	525.543	593.103	67.56	% 30.2
2007	678.983	782.922	103.939	%31.7
2008	1,045.89	1,018.86	(27.03)	%30
2009	546.720	559.713	12.993	%19
2010	410.950	506.963	96.013	%22.6
2011	305.451	252.182	(53.269)	%29

المصدر: البورصة المصرية، مرجع سابق، تقارير سنوية (2005-2011)

ونلاحظ من الجدول (3-7) تحقق تدفق الى الخارج فقط سنتي 2008و2011 أي صافي الاستثمار كان سالبا وهذا في تقديري بسبب الازمة المالية 2008 و الاحداث السياسية الاخيرة في مصر.

وتجدر الإشارة إلى أن مصر بدأت أول إصدار دولي لها في شكل شهادات ايداع دولية عام 1996 مسجل في بورصة لندن، ليتطور في عامنا هذا 13 اصدارا في كل من بورصة لندن ونيويورك.

1- أحمد السيد النجار، الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية، (القاهرة: مركز الأهرام للدراسات السياسية لأستراتيجية، 1998) ،ص153.

المطلب الثاني: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية :

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشيا مع التطورات التي يعرفها النظام المالي العالمي، إلا أنها لا تخرج عن نطاق كونها أسواقا نامية ما زالت تفتقر إلى مخزون التقاليد الاستثمارية الرشيدة، وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق الكفاءة والفعالية المطلوبة وتتمثل أهم تلك المعوقات في النقاط التالية: [1]

الفرع الأول: معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية

تواجه الأسواق المالية العربية معوقات تنظيمية وتشريعية وأخرى تتعلق بهيكلها السوقي، الأمر الذي يحول دون تطورها، وتتمثل أهم تلك المعوقات في:

– عدم قدرة بعض قو انين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تم إعدادها في مراحل سابقة دون إعادة النظر فيها ووفق أطر نظرية فقط على مواكبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.

– كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدى إلى اعتراض عمل هذه الأسواق في الكثير منها . – غياب القوانين المتعلقة بالفصل بين الدور التشريعي الذي تقوم به هيئة الرقابة على الأسواق التي تعين من قبل الحكومة، وبين الدور التنفيذي الذي تقوم به البورصة، فالأسواق ليست مستقلة ماليا وإداريا ومعنى هذا أنها لا تخضع لحركتها الذاتيـــة، وإنما تظل مرهونة بما هو خارج عنها يتحكم فيها ويوجهها كما يحب، وليس كما تريد هي وتحتاج

–غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة، مما أدى إلى زيادة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار، وافتقار الأسواق العربية إلى شركات الترويج وضمان الاكتتاب.

---

[1]– أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية،صندوق النقد العربي للنشر،أبوظبي، 2002، ص17.

-عدم إمكانية تبادل تسجيل الأوراق المالية بين الأسواق، وفرض بعضها لقيود على الاستثمار الأجنبي، إضافة إلى وجود تباين كبير في قواعد إصدار القيم المنقولة، وكذا إدراجها، وعدم وضوح القواعد والنظم لكل من السوق الأولية والثانوية، وهو ما يجعل هذه الأسواق تتصف بمحدودية الأدوات المالية المستعملة فيها وبضيق نطاقها.

ويضاف إلى ما سبق جملة من المعوقات التشريعية والهيكلية التي تحد من تطوير أسواق الأوراق المالية العربية تتمثل في:[1]

-قصور التشريعات الاقتصادية والمالية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية عن مسايرة متطلبات التعاون المشترك بين البورصات العربية أي محدودية التشريعات الصادرة على أدوات استثمارية معينة، أسهم عادية وسندات .

-افتقار الكثير من التشريعات لنصوص واضحة وصريحة حول حماية حقوق صغار المستثمرين .

أما المعوقات الهيكلية فتتمثل فيمايلي :

-عدم المشاركة الفعالة للقطاع الخاص في التنمية الاقتصادية كرافد استثماري لتحقيق الأرباح وليس كواجب وطني

-عدم استفادة المصارف العربية من و جود أسواق أوراق مالية كمصادر مالية طويلة الأجل.

-تأخر برامج الخوصصة في البلدان العربية.

1- صلاح الدين حسن السيسي، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية،عالم الكتب الحديث،القاهرة، ط3، 2003، ص74.

الفرع الثاني: قصور آليات العمل بالأسواق المالية العربية

تتمثل عوائق العمل في الأسواق المالية العربية في النقاط التالية:[1]

– عدم توفر شركات صانعة الأسواق مما يؤدي إلى تقلب شديد في الأسعار وبالتالي تقلب حجم التداول.

- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأوراق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة للمشترين.

– محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم بترويج وتسويق الإصدارات الجديدة

– غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار

المطلب الثالث: عقبات الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية :

تتمثل العوائق التي تحول دون الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية فيمايلي:[2]

الفرع الأول: قيود معلوماتية: وتتمثل في النقاط التالية:

- غياب ثقافة بورصة لدى الأفراد لاعتبارات دينية تحول دون استثمار مدخراتهم المالية.

–ضعف نظام المعلومات بالبورصات العربية، وعدم توفر شبكة معلومات تنبؤية للمؤشرات.

– عدم احتواء المعلومات المنشورة في التقارير المالية على الدرجة الكافية من الإفصاح، وعدم التقيد بمعايير المحاسبة والتدقيق الدولية التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية، مما يصنف الأسواق العربية في الصيغة ضعيفة الكفاءة.

– عدم تحديد خصائص السوق المحلي للمستثمرين، وخصائص الأوراق المالية

1– المرجع السابق، ص92.

2– أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الوراق المالية العربية لخدمة التنمية، (مصر: شرم الشيخ) من 10–6 مارس 2005، ص242.

الفرع الثاني: قيود مالية وتتلخص أهمها في :

-فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول .

- أثر التضخم على عائد السندات .

- قيود تحويل العملات الأجنبية.

وإضافة إلى قيود المعلومات التنظيمية فانه يمكن إضافة القيود المالية، وهي كالتالي:[1]

- الرقابة على النقد الأجنبي.
- قيود تحويل العملات الجنبية.
- تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.
- فرض ضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
- أثر التضخم على عائد السندات.
- ضعف البورصات من حيث حجم التداول.
- غياب السماسرة المتخصصين.
- عدم السماح لتملك الأوراق المالية لبقية العرب.
- غياب بنوك الإستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.

[1]- فريد النجار، البورصات والهندسة المالية،مؤسسة شباب الجامعة ،مصر، 1996، ص175.

خلاصة الفصل:

من خلال ما سبق يتضح لنا أن الدول العربية حديثة العهد نسبيا بالأسواق المالية التي كان إنشاؤها نابعا من الظروف الاقتصادية التي ميزتها خاصة الجانب المالي فيه، والذي عانى من نقص واضح في الموارد التمويلية ووقف حائلا أمام أي توسع اقتصادي أو زيادة في الكفاءة الإنتاجية.وجاء هذا الاهتمام نتيجة لما لهذه الأسواق دور ريادي في خدمة التنمية المحلية وتوفير البدائل التمويلية اللازمة.

وقد تضافرت جملة عوامل حالت دون قيام البورصات بمهامها المأمولة محليا وإقليما؛ الأمر الذي شكل سمات مشتركة لهذه البورصات تتمثل في كونها أسواقًا صغيرة الحجم؛ تعاني من ارتفاع درجة تركز التداول؛ وضعف الفرصة المتاحة للتنويع؛ والتقلبات الشديدة في أسعار الأوراق المالية. كما يلاحظ أن الهياكل التنظيمية والتشريعية والمؤسسية للبورصات العربية يعتريها الضعف؛ وأن عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول قليلة ومعظمها محدود الخبرة؛ بالإضافة إلى محدودية الأدوات المالية المستخدمة واقتصارها على الأسهم والسندات القليلة.وما زالت البوصات العربية تعاني من تفاوت في مستويات التطور والنمو والأولوية في البرامج والسياسات الاقتصادية العربية.

أما من خلال المبحث الثالث فقد تم التوصل إلى أن هذه السوق تخضع لتنظيم متكامل، حيثأنها تسير وفق نظام تشغيل يتكون من قاعة للتداول و وسطاء مرخص لهم بالعمل فيها من خلال آلياتلتداول هذه الأوراق المالية. و يرتبط تحقيق الكفاءة في هذه السوق بمدى توفر المعلومات لدى المستثمرينو عدالة فرص الإستفادة منها، و تبين كذلك أنه من أجل نجاح هذه السوق فإنه يستوجب تحقيق شروطعامةتتعلق بالمحيط الإقتصادي العام كوجود جهاز مصرفي متكامل، و وجود تشريعات و قوانين تحميجميع المتعاملين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة تتعلق بالسوق في حد ذاتها كشرطالذرية، السيولة و الشفافية.

الخاتمة العامة

الخاتمـــــة العامـــــة:

تتمحور الاشكالية الرئيسية حول مدى مساهمة الأسواق الماليـــــــة في تنشيط الاستثمـــــارات الأجنبية غير المباشرة في الدول العربية وبغرض الإجابة على هذا التساؤل والأسئلة الفرعية المندرجة تحته، بالاضافة الى اختبار مدى صحة أو خطأ الفرضيات التي اعتمدناها في بداية هذا البحث، فقد قسمنا الدراسة التي بين أيدينا إلى ثلاثة فصول.

وقد ترتب عن معالجتنا لهذا الموضوع نتائج متعددة، تنوعت بين:

- نتائج اختبار الفرضيات.
- النتائج العامة للدراسة.
- التوصيات.
- آفاق البحث.

أولا: نتائج اختبـــــار الفرضـــيـــات

لقد وضعنا في بداية البحث ثلاثة فرضيات أساسية، وفي إطار معالجتنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج ذات الصلة باختبار صحة الفرضيات والمتمثلة فيما يلي:

- بخصوص **الفرضية الأولى:** تحديد مستوى نمو الأسواق المالية يسمح بقياس فعاليتها في تطوير الإستثمارات المالية ومن ثم تأثيرها على معدلات النمو الإقتصادي فقد تأكدنا من صحة الفرضية باعتبـــار أن الإستثمـــار الأجنبي غير المباشر شكل من الأشكال التي تتخذها تدفقات رؤوس الأموال الدولية وباعتبار أسواق الأوراق المالية المكان الذي يتركز فيه هذا النوع من التدفقات، لذا فهو يترك آثاره عليها سواء كان ذلك عند دخوله إليها أو خروجه منها، وهو الأثر أيضا الذي ينعكس بدوره على معدلات النمو الإقتصادي.
- بخصوص **الفرضية الثانية:** تنشيط الأسواق المالية من شأنه أن يساهم في توفير

السيولة النقديـــة الضـــرورية للاستثمار تأكدنا من صحة الفرضية والتي تتعلق بالاستثمار في سوق الأوراق المالية اذ يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين بسوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

- بخصوص **الفرضية الثالثة:** تعتبر الأسواق المالية من بين الأدوات الهامة لحل الأزمة التمويلية في البلدان العربية فقد تأكدنا كذلك من صحة هذه الفرضية فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصاديات الدول العربية بحثا عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية وذلك من خلال اعتماد طرق معاصرة في التمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء الاسواق المالية وذلك لحل ازماتها التمويلية.

ثانيا: النتائج العامة للدراسة

ويمكن إبراز النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة حول الأسواق الماليـــة ودورها في تنشيط الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة فـــي الدول العربية محل الدراسة على النحو الآتي:

- ان ادوات الاستثمار الرئيسية في الاسواق المالية هي شهادات الملكية المتمثلة في الاسهم وشهادات الدين المتمثلة في السندات والمشتقات والأوراق المهجنة.

- إن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ إستثماري والذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، مع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستجدة وإستيعابها من خلال ضوابط تشريعية وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق

باستمرار، كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولا، وفترة زمنية أخرى للتنظيم، وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والإستقرار.

– انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية يعود إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانيات المالية المتاحة للإستثمار، بالإضافة إلى انعدام ثقافة الإستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثيرين من المستثمرين الأجانب. والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

– ضآلة الإنفتاح على الخارج، من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين الأجانب بالأسواق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية ونقل الخبرات.

ثالثا: التوصـــــيـــــات

بالنظر للنتائج التي تم التوصل إليها ، ارتأينا ان نقترح التوصيات التالية الى الدول العربية:

– وضع ضوابط لمنع المضاربة في البورصات العربية، وتشجيع الاستثمار طويل الأجل من خلال تقديم إعفاءات ضريبية لمن يحتفظ بالأوراق لمدة طويلة، وهذا ينطبق على المستثمر الأجنبي لمنع خروجه من السوق بسرعة.

– أيضا لتشجيع الاستثمار غير المباشر وتنشيطه في الأسواق المالية يجب توعية المستثمر العربي بأهمية الاستثمار في الأوراق المالية من خلال وسائل الإعلام مثلا، وتدريس هذا الاستثمار في المدارس والجامعات.

– باعتبار ان للاستثمارات الأجنبية غير المباشرة ايجابيات كبيرة منها زيادة المنافسة وأيضا زيادة سيولة السوق، بالمقابل يجب اخذ العبرة من أهم الأزمات التي

مست اقتصاد العالم بسبب هذا الاستثمار، لذا يجب فرض ضرائب على الأرباح الرأسمالية للاجانب، وفرض فترة حيازة للاسهم قبل تداولها، وتقييد المعاملات الراسمالية في ميزان المدفوعات.

- زيادة الشفافية والإفصاح الكامل عن المعلومات بإلزام الشركات بنشر هذه المعلومات دوريا، وتكون هذه المعلومات صحيحة ومتاحة لجميع المتعاملين.
- ضرورة الربط بين البورصات العربية واستغلال الأموال العربية فيما بينها لمواجهة تحديات العولمة، ولكن بتنظيم وقوانين موحدة تتلائم مع طبيعة البورصات العربية.

رابعا: آفـــاق البحـــث

لقد اعتمدنا في دراستنا هذه على منهج التحليل والمقارنة، وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهودا إضافية لو اتيحت لنا الفرصة لإكمال هذا البحث في المستقبل لتطرقنا الى دراسة مقارنة بين البورصات العربية والأجنبية ومحاولة تقديم تسهيلات لجذب المستثمرين الأجانب خاصة وأن الساحة العربية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث القائم على مبدأ التكتلات من أجل البقاء.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

الكتـــــــب:

1- أرضيد عبد المعطي رضا و خربوش حسين علي، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ، دار الزهران للنشر، الأردن، 1999.

2- بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003.

3- البيطار أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الشفافية، صندوق النقد العربي للنشر، أبوظبي، 2002.

4- التميمي ارشد فؤاد و عزمي اسامة، الاستثمار بالأوراق المالية ،الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

5- جاسم عقيل، مدخل في تقييم المشروعات، دار حامد للنشر والتوزيع، مصر،1999.

6- الجمل جمال جويدان ، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ،2002.

7- حرد طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر، الأردن،1997.

8- حسين السيسي صلاح الدين، الشركات المتعددة الجنسيات وحكم العالم تطوير وربط البورصات العربية، الطبعة الثالثة، عالم الكتب الحديث، القاهرة ، 2003.

9- حسن عبد الباسط وفا محمد، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.

10- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر و التوزيع،عمان، 2008.

11- الحمزاوي محمد كمال، سوق الصرف الاجنبي، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2004.

12- حميد محمد عثمان إسماعيل ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر،1993.

13- الحناوي محمد صالح ، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية،2005.

14- الحناوي محمد صالح و مصطفى نهال فريد و العبد جلال ، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.

15- الحناوي محمد صالح، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2001.

16- حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات،الدار لجامعية، مصر، 2001.

17- خان محمد يونس و غرايبة هشام صالح، الإدارة المالية، مركز الكتب الاردني، الأردن،2005.

18- الخضيري محسن أحمد ، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، الطبعة الثانية، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر،1999.

19- الداغر محمود محمد، الاسواق المالية ، الطبعة الثالثة، دار الشروق للنشر والتوزيع، الاردن، 2005.
20- دراز حامد عبد المجيد، دراسات في السياسات المالية، دار الجامعة للطباعة، مصر، 1989.
21- الراوي خالد وهيب، الاستثمار: مفاهيم- تحليل-استراتيجية، دار المسيرة، عمان، 1998.
22- رضوان سمير عبد الحميد ، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالي للفكر الإسلامي، مصر، 1996.
23- رمضان زياد و جودة محمود، الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك ، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
24- رمضان زياد و شموط مروان، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى ، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، الاسكندرية، 2008.
25- زكي أحمد صيام ، مبادئ الاستثمار، الطبعة الأولى ، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
26- الزوري عبد النافع عبد الله و فرج غازي توفيق، الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2001.
27- زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها مستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
28- سعيد توفيق عبيد ، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
29- سويلم محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992.
30- السيريتي سيد محمد أحمد، مبادئ الاقتصاد الجزئي، الدار الجامعية، مصر، 2004.
31- الشمري ناظم محمد نوري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي ، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة وللنشر، عمان ، 1999.
32- شمعون شمعون، بورصة الجزائر، الطبعة الأولى، أطلس للنشر، الجزائر، 1999.
33- شمعون شمعون، الرياضيات الاقتصادية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998.
34- الشواربي عبد الحميد محمد، ادارة المخاطر الائتمانية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
35- شيحة مصطفى رشدي ، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة السادسة، دار المعرفة، مصر، 1996.
36- صادق مدحت، النقود وعمليات الصرف الاجنبي ، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر، القاهرة، 1997.
37- الصافي وليد، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
38- صبح محمود، التحليل المالي و الاقتصادي للأسواق المالية، الطبعة الثالثة، البيان للطباعة و النشر، القاهرة،2000.
39- الصيرفي محمد، البورصات، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

40- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع عمان، 1997.
41- عبد الحميد عبد المطلب، سياسات الاقتصادية تحليل جزئي وكلي، مكتبة زهراء الشرق، مصر،1997.
42- عبد الرحمن أحمد أحمد ، إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الثانية، السعودية، دار المريخ، 2001.
43- عبد السلام أبو قحف، نظرية التدويل و جدوى الاستثمار الأجنبي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
44- عبداللطيف أحمدسعد، بورصةالأوراق المالية،الدارالجامعية، مصر،1998.
45- عبيد سعيد توفيق ، الاستثمارفي الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998.
46- عصران عصران جلال، الاستثمار غير المباشر في محافظ الاوراق المالية ، دار التعليم الجامعي الاسكندرية، 2010.
47- عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية -البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال- ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
48- عطية أحمد صالح ، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
49- كاظم مراد ، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية، مكتبة ناشرون، لبنان، 1967.
50- كنجو عبود و فهد ابراهيم وهبي، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
51- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، الجزائر، دار هومه، 2002.
52- محمد عبده محمد مصطفى ، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998.
53- مطر محمد، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
54- مطر محمد، إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، مؤسسة الاوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
55- معروف هوشيار ، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
56- ناجي جمال، ادارة محفظة الاوراق المالية ، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات، لبنان،1998.
57- النجار أحمد السيد ، الاتجاهات الاقتصادية الاستراتيجية، مركز الأهرام للدراسات السياسية الاستراتيجية، القاهرة، 1998.
58- النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة،مصر، 1996.
59- هندي منير إبراهيم ، مستقبل أسواق رأس المال العربية مخاطر و محاذير، منشأة المعارف، مصر،1995.

60- هندي منير إبراهيم ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مكتبة الإشعاع، مصر، 1997.
61- هندي منير ابراهيم، إدارة البنوك التجارية ، الطبعة الثالثة ، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية،1996.
62- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
63- هندي منير إبراهيم، اساسيات الاستثمار و تحليل الاوراق المالية الاسهم و السندات، الطبعة الثانية ، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2011.
64- هندي منير ابراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية،1999.
65- الهواري سيد، الادارة المالية ، الطبعة السادسة ، مكتبة عين الشمس، مصر، 1996.
66- وليم أندراوس عاطف ، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، الطبعة الأولى، مؤسسة شباب الامة، الاسكندرية، 2005.
67- الدافر محمود محمد ، الاسواق المالية ، الطبعة الثالثة، دار الشروق للنشر والتوزيع، الاردن، 2005.
68- عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة العربية للنشر، بيروت، 1980.

التقاريـــــــر

1- الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر، التقرير السنوي (يوليو2005-يونيو2006).
2- الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر، التقرير الشهري، (جوان2005- جوان2006).
3- هيئة السوق المالية السعودية،التقرير السنوي(2005).
4- الموقع الرسمي للبورصة المصرية، التقريرين السنويين(2006 ،2007).
5- بورصة تونس، التقارير السنوية (2004 ،2005 ،2006 ،2007،2010).
6- سوق الأسهم السعودي ، السوق المالية، نشرة فصلية (2003).

الملتقيـــــات:

1- أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ ، مصر، من 10-6 مارس 2005.
2- زيدان محمد، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر- المعوقات والأفاق-، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية- بسكرة، 2006.

مواقع الأنترنت:

1- الموقع الرسمي لبورصتي القاهرة والاسكندرية http://www.egx.com.eg ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/23.

2- هيئة السوق المالية السعودية،http://www.cma.org.sa، تاريخ الاطلاع: 2015/05/17.

3- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بالجزائر، http://www.cosob.org ، تاريخ الاطلاع: 2015/05/20.

4- الهيئة العامة للرقابة المالية بمصر، http://www.efsa.gov.eg ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/18.

5- بورصة تونس، http://www.bvmt.com.tn ، تاريخ الاطلاع: 2015/04/17.

6- مؤسسة النقد العربي السعودي، http://www.sama.gov.sa، تاريخ الاطلاع: 2015/05/20.

7- الموقع الالكتروني:http://www.argaam.com/article/research/pageno ،تاريخ الاطلاع:2015/05/22

المجلات:

1- هالة حلمي سعيد و نجوى عبد الله سمك وآخرون، تحفيز الطلب في سوق الاوراق المالية، دراسة معدة بتكليف من الهيئة العامة لسوق لمال المصري، سبتمبر 2001.

الأطروحات والرسائل:

1- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة2، سنة 2014.

2- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الإستثمارات- دراسة حـــالة سوق الأسهم السعودية-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، سنة 2007.

ملخص

ملخـــــــص:

تتجه الدول في الآونة الأخيرة نحو اقتصاديات السوق وذلك من خـــلال العديـــد مـــن الأدوات والوسائل التي تكفل توفير الأموال اللازمة للتنمية الاقتصادية، لذلك لجأت إلى تنشيط ســـوق المال واستحداث أساليب وأدوات جديدة للإستثمار، والتي تتلائم مع البيئة المحليـــة ومرحلـــة النمو التي يمر بها الإقتصاد المحلي ومتطلباته.

وتشكل البورصات ركيزة الأسواق المالية كونها تحقق السيولة وتنويع المخاطرة، فضلا عن الإدارة الجيدة للشركات. فهي توفر أدوات استثمارية متنوعة تعتبر السهم والسندات أهمها، ويعتمد المستثمر في الأوراق المالية على المعلومـــات المتوفرة حول الورقة لاتخاذ قرار الاستثمـــار من دونه، وتساهم دراســـة الســـوق المالـــي من خلال أنواع التحليل المختلفـــة في تعزيز قرارات المستثمر.

Abstract

Recently, many countries are moving toward markets economies by many tools and methods that ensure the provision of funds for economic development, so I resorted to activate the money market and the creation of new methods and tools for investment, which fit with the local environment and the growth of the local economy and its requirements.

The stock market is the base of money markets because it realizes the liquidity and diversification of risk, as well and the good management of companies. They offer different investment tools which the share and the stock are the most important, the Investor depends in the banknote about the informations of the banknote to take the decision of investment without it, the studying of the financial market helps, through various analysis types, to reinforce the investor decisions