



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة الجليلي اليابس بسيدي بلعباس  
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه علوم

تخصص: علوم مالية

تحت عنوان:

## بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في إطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال

إشراف الأستاذ: داني الكبير معاشو

إعداد الطالب: بن فريحة حسام

### أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. / صحراوي بن شيخة
مشرفا ومقررا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. / داني الكبير معاشو
مناقشا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر "أ"	د / كاملي محمد
مناقشا	المدرسة العليا لإدارة الأعمال بتلمسان	أستاذ محاضر "أ"	د / مزيان التاج
مناقشا	جامعة وهران 2	أستاذ محاضر "أ"	د / بن لحسن الهواري
مناقشا	جامعة وهران 2	أستاذ محاضر "أ"	د / بلقوم فريد

السنة الجامعية 2020 – 2021

# إهداء

إلى الوالدة الكريمة، رجاء دعواتها  
إلى الوالد الكريم، أمد الله في عمرة  
إلى كل الإخوة والأخوات، القريب منهم و البعيد  
إلى الذين وقفوا بجانبني و انظروا بشوق و شغف مروءة  
هذا العمل، عربون و فاء و محبة  
إلى كل من يمزج بين العلم و الأخلاق

## شكر وتقدير

الحمد والشكر المنة لله تعالى أولاً وأخيراً على نعمة التوفيق ،

وسداد الخطى في الطريق .

ثم الشكر الجزيل لمن قدم لي يد العون بأسلوب أو بآخر و أخص

بالذكر :

الأستاذ الدكتور داني الكبير معاشو على اهتمامه وتوجيهاته،

أساتذة وإداريين بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم النسيير

والعلوم التجارية بجامعة سيدي بلعباس .

كما أقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة

المناقشة

على قبولهم مناقشة هذا العمل .

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	الإهداء
	الشكر والتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
01	المقدمة العامة
09	الفصل الأول: آليات بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في أسواق رأس المال
11	المبحث الأول: أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية
11	المطلب الأول: مفاهيم حول الاستثمار في الأسواق المالية
11	الفرع الأول: مدخل للأسواق المالية
28	الفرع الثاني: ماهية الاستثمار
35	الفرع الثالث: معايير المفاضلة بين الاستثمارات
38	الفرع الرابع: مفهوم ونظريات الاستثمار في الأسواق المالية
42	المطلب الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية
42	الفرع الأول: عوائد الاستثمار في الأسواق المالية
46	الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية
55	المبحث الثاني: بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية
55	المطلب الأول: مدخل عام لنظرية المحفظة
56	الفرع الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
62	الفرع الثاني: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية
72	الفرع الثالث: اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى
76	المطلب الثاني: التسيير الاستراتيجي للمحافظ الاستثمارية
76	الفرع الأول: تشكيل المحفظة الاستثمارية
81	الفرع الثاني: استراتيجيات تسيير المحافظ الاستثمارية
87	الفرع الثالث: تنوع أصول المحافظ الاستثمارية



90	الفرع الرابع: نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية
94	الفصل الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال
96	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق التقليدية
96	المطلب الأول: ماهية السهم
96	الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها
101	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
113	المطلب الثاني: ماهية السندات
113	الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها
117	الفرع الثاني: أنواع السندات
120	الفرع الثالث: تقييم السندات
122	المطلب الثالث: أوراق مالية أخرى
122	الفرع الأول: المشتقات المالية
130	الفرع الثاني: حصص التأسيس
132	الفرع الثالث: وثائق الاستثمار
134	المبحث الثاني: الأدوات المالية من المنظور الإسلامي
134	المطلب الأول: حكم الأدوات المالية التقليدية
135	الفرع الأول: حكم الأسهم
130	الفرع الثاني: حكم السندات
140	الفرع الثالث: حكم حصص التأسيس
142	الفرع الرابع: حكم المشتقات المالية
146	المطلب الثاني : الهندسة المالية الإسلامية
146	الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية
147	الفرع الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية
149	الفرع الثالث: مناهج و آليات الهندسة المالية الإسلامية
152	المطلب الثالث: المنتجات الهندسة المالية الإسلامية
153	الفرع الأول: الصكوك الإسلامية
159	الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية

161	الفرع الثالث: الأدوات المركبة
163	الفصل الثالث: التطور النظري لنظرية كفاءة الأسواق المالية
165	المبحث الأول: : العناصر الأساسية لتحقيق نظرية كفاءة الأسواق المالية
165	المطلب الأول: مدخل عام لنظرية كفاءة الأسواق المالية
165	الفرع الأول: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الكفوة
169	الفرع الثاني: متطلبات السوق المالي الكفوف
173	الفرع الثالث: أنواع كفاءة الأسواق المالية
175	الفرع الرابع: فرضيات كفاءة السوق
181	المطلب الثاني: العناصر المرتبطة بكفاءة السوق المالي
181	الفرع الأول: علاقة المعلومات بكفاءة السوق المالي
194	الفرع الثاني: علاقة الحركة العشوائية للأسعار بكفاءة أسواق رأس المال
200	المبحث الثاني: الاتجاهات الحديثة في نقد نظرية كفاءة الأسواق المالية
200	المطلب الأول: أوجه القصور في الأسواق المالية
200	الفرع الأول: الحدود الداخلية لنظرية كفاءة الأسواق المالية
203	الفرع الثاني: انحرافات السعر
206	الفرع الثالث: الانحرافات الفنية
206	الفرع الرابع: تفسيرات مؤيدة لنظرية كفاءة السوق المالي
208	المطلب الثاني: الاسهامات المقدمة في اطار نظرية المالية السلوكية
208	الفرع الأول: التطور التاريخي ومفهوم المالية السلوكية
211	الفرع الثاني: العوامل السلوكية المؤثرة في تفضيلات المستثمر
218	الفرع الثالث: نماذج المالية السلوكية
222	الفصل الرابع: دراسة تأثير مستوى كفاءة وتكامل الأسواق المالية على فرص تنوع المحافظ الاستثمارية
224	المبحث الأول: فرص التنوع المحلي في السوق المالي الماليزي
224	المطلب الأول: ظهور الأسواق المالية الإسلامية
225	الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية الإسلامية
227	الفرع الثاني: مبادئ، خصائص و إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية

231	الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للأسواق المالية الإسلامية
233	الفرع الرابع: مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية
237	المطلب الثاني: السوق المالي الإسلامي الماليزي
238	الفرع الأول: نشأة السوق المالية الإسلامية في ماليزيا
239	الفرع الثاني: الاطار التشريعي والتنظيمي لسوق المالية الإسلامية في ماليزيا
243	الفرع الثالث: تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا
248	المطلب الثالث: دراسة تطبيقية لفرص التنوع المحلي بالسوق المالي الماليزي
248	الفرع الأول: عينة ومنهجية الدراسة
251	الفرع الثاني: نتائج الدراسة
259	المبحث الثاني: التنوع الدولي للمحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية العربية
260	المطلب الأول: دور العولمة المالية والتكامل بين الأسواق في تخصيص الموارد
260	الفرع الأول: ظاهرة العولمة المالية
263	الفرع الثاني: الاتجاه نحو تكامل الأسواق المالية
267	الفرع الثالث: التنوع الدولي للمحافظ الاستثمارية
268	المطلب الثاني: واقع الأسواق المالية العربية محل دراسة
270	الفرع الأول: نبذة عن الأسواق المالية العربية محل دراسة
279	الفرع الثاني: أداء الأسواق المالية العربية محل دراسة
283	المطلب الثالث: استخدام تحليل الموجات في دراسة تكامل الأسواق المالية العربية
284	الفرع الأول: منهجية الدراسة
288	الفرع الثاني: نتائج الدراسة
293	الخاتمة العامة
302	قائمة المراجع
	الملخص

## قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم
27	أقسام السوق المالي	01
65	العلاقة بين خطر المحفظة و العائد المنتظر للمحفظة المتكونة من أصلين	02
73	مجموعة محافظ الحد الكفاء	03
74	منحنيات السواء لمستثمر يبغض المخاطر	04
87	أشكال تنوع المحافظ الاستثمارية	05
126	أنواع عقود الخيارات	06
180	العلاقة بين مختلف صيغ الكفاءة	07
193	أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق المال	08
235	أسس بناء مؤشر أسعار الأسهم	09
242	أقسام النظام المالي الاسلامي في ماليزيا	10
243	أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا	11
244	تطور مؤشرات سوق رأس المال الماليزي من سنة 2016 الى غاية فبراير	12
246	تطور الاصدار العالمي للصكوك بين 2006 و 2017	13
247	التوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك حول العالم من 2001 الى غاية 2017	14
253	تطور مؤشر EMAS	15
253	تطور مؤشر HIJRAH	16
254	تطور مؤشر KLCI	17
273	الهيكل التنظيمي للبورصة المصرية	18
279	الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي	19
281	تطور القيمة السوقية في الأسواق المالية العربية محل دراسة من 2014 إلى غاية 2018	20
283	مستوى السيولة في الأسواق العربية محل الدراسة من 2014 إلى غاية 2018	21
286	موجة Morlet	22
287	مقارنة بين تحويل فورييه وتحويل الموجة	23
290-289	التماسك الموجي لمؤشرات الأسواق العربية من جانفي 2014 إلى ديسمبر 2018	24

## قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
137	الحكم الشرعي لمختلف أنواع الأسهم	01
217	تقسيمات التحيزات السلوكية	02
245	تطور عدد الأسهم المدرجة في بورصة ماليزيا ونسبتها	03
252	الخصائص الاحصائية الوصفية للمؤشرات المدروسة	04
255	نتائج اختبار ADF	05
256	نتائج اختبار PP	06
257	نتائج اختبار جوهنسن	07
258	نتائج اختبار سببية غرونجر	08
280	تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية محل دراسة	09

# المقدمة العامة

## تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة وتتمتع هذه الأسواق بأهمية خاصة نظرا للدور الذي تقوم به، كما أنها تعد المحرك الأساسي لأغلب العمليات الاقتصادية. وقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى زيادة الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور باعتبار أن رأس المال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة (البنوك) أو نحو اقتصاد السوق المالي (البورصة)، فأسواق رأس المال تساهم في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، أي تقوم بتجميع رؤوس الأموال من عامة الجمهور بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية، وهي بذلك تساعد في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة الادخار الذي يتم استثماره في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، ومن ثم تحقيق التنمية.

كما توفر أسواق رأس المال قنوات ومداخل أمام المستثمرين في الأوراق المالية وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية منها منفعة الحياة والتملك، فهي تتوفر على أدوات مالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات، تسمح للمستثمرين ولأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي. وفي نفس الوقت، يمثل هذا حافز للمؤسسات المدرجة أسماؤها لمتابعة أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها و تحسين ربحيتها، فهي بهذا تؤدي دورا جد مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في اقتصاد ضروري، لهذا تسعى دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب. وباعتبار الاستثمار بصفة عامة عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وكأي عملية إدارية أخرى، فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار، ومن خلال فهم أساسيات الاستثمار يستطيع المستثمر في الأسواق المالية تعظيم العائد المتوقع على استثماره ولاكن قد يواجه بعض المخاطر المتمثل في احتمال أن يكون العائد المحقق مختلفا عن العائد المتوقع من الاستثمار.

ومن أبسط قواعد الاستثمار الناجح هو تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد، لذا على المستثمر أن يتعلم كيف يدير المحفظة الاستثمارية وكيف يبدأ التخطيط للاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية. حيث تعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الإستثمارية والتمويلية، حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المتنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر، وبالتالي لتكوين محفظة الأوراق المالية لا بد من مراعاة عدة عوامل على رأسها العائد، الخطر والتنوع وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفأة، وقد تعددت الوسائل في بناء المحافظ الاستثمارية بهدف إيجاد نموذج يمكن مسير المحفظة من توقع عوائد ومخاطر محتملة تلبية ميول وتوجهات المستثمرين، إذ اتصف بعض النماذج بالتعقيد كالنموذج الذي قدمه ماركوتز (Markowitz) سنة 1952 والذي يعتمد على صياغة مشكلة اختيار

المحفظة الكفوة في نموذج رياضي معقد، ثم قدم شارب (Sharpe) نموذج المؤشر الواحد، إذ قدم في هذا المجال نمذجين، الأول يعتمد على حساب المعامل بيتا (Beta)، والثاني يعتمد على حساب التباين المشترك (المزدوج) (covariance) كمقياس للمخاطر، وبعد ذلك قدمت نماذج أخرى تهدف إلى تبسيط طرق بناء المحافظ الاستثمارية. هذا وتأتي بعد مرحلة التكوين مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تتطلب معرفة علمية وخبرة كبيرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، كما أن إستراتيجيتها تتغير بتغير الأهداف المرجوة منها. وفي ظل التحديات والحاجات الجديدة التي ظهرت للمستثمرين بفعل التطور التكنولوجي (الانترنت)، الابداع المالي، الهندسة المالية و كذلك التدويل المستمر للنشاط المالي المتزامن مع تدويل النشاط الاقتصاد بشكل عام، استوجب مراجعة عميقة لمضمون نظرية المحافظ الاستثمارية، لما أحدثته تلك المتغيرات في محتواها، مع العلم أن هذه الأعمال ظهرت في إطار نظرية كفاءة الاسواق.

فقد دخلت فرضية كفاءة أسواق رأس المال إلى الأدب المالي خلال العقود القليلة الماضية، إذ تعد هذه الفرضية من أهم الشروط التي تسعى إدارة السوق لتوفيرها، حيث يشكل ذلك حافز للمستثمرين في زيادة عملية الاستثمار وبالتالي تحقيق أهداف السوق. وقد عرف فاما (fama) سنة 1970 السوق الكفؤ بأنه السوق الذي يعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، سواء تمثلت تلك المعلومات في القواعد المالية، المعلومات التي تبثها وسائل الاعلام عن السجل التاريخي لأسعار الأسهم في الفترات الماضية أو غيرها من المعلومات التي تأثر على القيمة السوقية للأوراق المالية. وتعتبر فرضية رشاد الأفراد المقترحة من طرف "نيومان" و "مورغنسترن" حجر الأساس لتطور المالية الحديثة حيث أدت إلى ظهور أهم نظرية فيها ألا وهي نظرية كفاءة الأسواق المالية التي تنص على أن سوق المال يكون كفؤاً إذا عكست أسعار الأوراق المتداولة فيه جميع المعلومات المتاحة، إذ حين تكون التوقعات عقلانية في السوق سيتفق جميع المتعاملين فيه على القيمة الحقيقية ويعكس السعر عندها أفضل تقدير لها. ولقد أجريت العديد من الدراسات العملية لفحص نظرية كفاءة الأسواق أشارت بعضها إلى وجود عدد من الانحرافات (anomalies) في سلوك أسعار الأوراق المالية، ومن بين هذه الانحرافات أثر الحجم (firm size effect) على عائد الأوراق المالية، حيث وجد عدد من الباحثين أن عوائد المؤسسات الصغيرة أعلى من عوائد المؤسسات الكبيرة. كذلك الأمر بالنسبة لأثر نهاية الأسبوع على العوائد، حيث لاحظ العديد من الباحثين أن عوائد يوم الاثنين كانت سالبة مقارنة بباقي أيام الأسبوع. مجموع هذه الملاحظات، أدى إلى مراجعة نظرية كفاءة أسواق رأس المال، وبالتالي ظهور تشكيك بفرضية الكفاءة الكاملة مما فتح مجال أمام الباحثين لتفسير ذلك، ومن أهم نتائج ذلك ظهور تشكيك بفرضية الكفاءة الكاملة مما فتح مجال بدراسة عدم الكفاءة، الحالات الشاذة، عدم تماثل المعلومات و السلوك الغير خطي لآليات الأسواق المالية من خلال تفسير سلوك المستثمرين بالاعتماد على علم النفس.

كما هو معروف أيضا أن أسواق رأس المال لها دور فعال في تحسين الأداء الاقتصادي من خلال استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وبالتالي يرتبط تطوير هذه الأسواق بتسريع عجلة النمو الاقتصادي ولاسيما في ظل العولمة المالية والتي أدت إلى إتجاه ربط الكثير من الدول لأسواقها المالية



المحلية بالأسواق الدولية. ومع مرور الزمن، أصبحت معه أسواق رأس المال تكنى بـ "دماغ" النظام الاقتصادي العالمي نظرا لدورها الخلاق في تنمية الاقتصاد الحقيقي، ودعم جانب العرض في الاقتصاد الوطني في وقت أصبحت فيه الاقتصادات المعاصرة أكثر من أي زمن مضى تتسم بكثافة التمويل وتعقد عملياتها المالية. من المهم إذا في هذا الإطار وضع الاستراتيجيات المناسبة لتكوين وتسيير المحافظ الاستثمارية، كما يجب أن تكون هذه الاستراتيجيات بسيطة ومنتظمة تسمح للمستثمرين الأفراد بتحقيق عائد يساوي أو يفوق عائد السوق، بشرط أن تكون هذه الاستراتيجيات قد تم التأكد والتحقق منها ميدانيا.

**طرح الاشكالية:** بناء على ما سبق يمكن طرح الاشكالية الرئيسية للدراسة على الشكل التالي:

في ظل النظرية المالية لكفاءة وتكامل أسواق رأس المال، واتباع استراتيجيات التنوع المحلي والدولي في بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية، ماهي الفرص الاستثمارية المتاحة في الأسواق المالية الإسلامية والعربية؟

يندرج تحت هذا السؤال أسئلة أخرى فرعية متمثلة في:

- ماهي مختلف الأدوات المالية المتاحة في أسواق رأس المال والتي يمكن أن تدخل في تشكيل المحافظ الاستثمارية؟
- ماهي محددات كفاءة السوق المالي، وما هي المؤشرات التي نعرف من خلالها كفاءة السوق المالي؟
- ما هي الأسباب الحقيقية وراء عدم التسليم بفرضية كفاءة سوق رأس المال؟
- ماهي انعكاسات عدم كفاءة أسواق رأس المال وتكاملها فيما بينها على أداء المحافظ الاستثمارية؟
- ما هو واقع الأسواق المالية الإسلامية والعربية، وما هي سبل الاستعادة منه في الجزائر؟

**فرضيات الدراسة:**

من أجل الوصول إلى اجابات عن الاشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية المطروحة سلفا نقترح وضع الفرضيات التالية:

- الأسواق المالية الإسلامية تتميز بعدم كفاءتها نظرا لحدثة تجربتها وارتفاع المخاطر فيها، وبالتالي يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد استثنائية عن طريق تحليل المعلومات التاريخية لمؤشرات الأسعار؛
- يعطي اختلاف البيئات المالية معنوية للتنوع الدولي للمحفظة المالية بينما ينتج عن تكامل الأسواق المالية ارتفاع في ارتباط عوائدهما، الأمر الذي يثير قلق المستثمرين في الأسواق المالية العربية نتيجة وجود ارتباط فيما بينها، بعد أن أعتبر التنوع كحل أمثل لتخطي المخاطر الإجمالية للمحفظة.

## أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كما يلي:

- ✓ ارتباط الموضوع بمجال تخصصي.
- ✓ الاطلاع المسبق على بعض المقالات والأعمال في الموضوع والرغبة في البحث، أعطاني نظرة عامة شجعتني على اختيار الموضوع كرسالة تخرج.
- ✓ التعرف أكثر على الموضوع، باعتباره من المواضيع الحديثة في عالم أسواق رأس المال ومن أكثرها إثارة للجدل؛
- ✓ توفير مرجع نظري وتطبيقي للطلبة يساعدهم على فهم هذا الموضوع المعقد.

## أهمية الدراسة:

تتبع أهمية دراسة هذا الموضوع من أهمية دراسة أسواق رأس المال، خاصة منها أسواق الأسهم لمعرفة طبيعة حركة الأسعار وتحديد العوامل المؤثرة عليها وصولاً إلى فهم أعمق لعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثرها بالفروع الأخرى للاقتصاد، والسعي لإظهار أهمية المعلومات التي تقدمها البورصة ومدى فائدة هذه المعلومات وقدرتها على مساعدة المستثمرين في اختيار الاستثمار الأجدى وتكوين محافظ استثمارية لها القدرة على تقديم عوائد مرتفعة دون تعرض المستثمر لمخاطر استثمار عالية. كما يستمد البحث أهميته من أهمية المحفظة الاستثمارية التي ركز عليها الفكر المالي المعاصر في تطوير آليات الاستثمار، حيث أدى هذا الأمر إلى تلبية حاجات المستثمرين المتمثلة في تجميع الموارد المالية لتقليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية وتعظيم العوائد في ظل أسواق تتسم بالتقلب المستمر، وذلك عن طريق استخدام الأساليب المناسبة في اتخاذ قرارات الاستثمار والتي بدورها تؤكد على أهمية توفر القدر الكافي من المعلومات قبل اتخاذ أي قرار، إذ إن وجود عدة طرق لبناء المحافظ الاستثمارية وإمكانية توزيع الاستثمارات فيها بأكثر من طريقة يتطلب المقارنة بين أداء عدة محافظ للوصول للأسلوب الأفضل لتقييم الأداء. وتزداد أيضاً أهمية البحث في توضيح أبعاد القرار الاستثماري، والتي انتقلت من التركيز على مفهوم العائد ومخاطرة والتنوع، إلى تسليط الضوء على سلوك المستثمرين في الأسواق وإدخال علم النفس لتفسير هذه السلوكيات.

تظهر أهمية هذه الدراسة أيضاً من خلال موضوع تكامل الأسواق المالية ولما له من أهمية بالغة في ظل التطورات المالية والاقتصادية الراهنة، فقد ازدادت الجهود الأكاديمية المهمة بهذا الموضوع ودراسة تأثيراته على الاستثمار في المحافظ المالية الدولية بغية تغطية المخاطر الاجمالية، كما تظهر أهمية هذا الموضوع من خلال التطورات التي عرفتها الأسواق المالية بفعل تأثير العولمة المالية والتي سهلت انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، إضافة إلى التسهيلات التي قدمتها خاصة في تسرب المعلومات وسرعة انتشارها، وتتبع كذلك أهمية هذه الدراسة في تسليط الضوء على عينة من الأسواق المالية الإسلامية والعربية والتي لها ما يميزها مقارنة بأسواق المالية الأخرى.

## أهداف البحث:

- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لكل من كفاءة سوق الأوراق المالية وكذا المحافظ الاستثمارية لمحاولة فهم آلية عمل الأسواق المالية؛
- الخروج بنتائج سواء على المستوى النظري من خلال التطرق إلى التفاصيل المتعلقة بتسيير المحافظ الاستثمارية و مفهوم نظرية كفاءة أسواق المال، أو على المستوى التطبيقي بالتركيز على الأسواق المالية الإسلامية والعربية مما يساعد على تقريب الفهم بالموضوع وتحسين الممارسة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية؛
- المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد؛
- تسليط الضوء على فرضية الحركة العشوائية للأسعار وعلاقتها بفرضية كفاءة الأسواق المالية ونظرية التكامل المالي وما يرتبط بهما من مفاهيم محورية تشكل أساس نظرية التمويل الحديثة.
- محاولة التحكم في الأساليب الكمية والإحصائية بقياس أداء المحافظ المالية وربط ما هو نظري بالجانب الحسابي والتحليلي، من أجل الوصول إلى نتائج مكممة تزيد من دقة التحليل.
- إبراز أهمية الجانب السلوكي في تفسير قرارات الأعوان الاقتصاديين عموماً، والمتعاملين في أسواق رأس المال بشكل خاص، مما قد يفتح مجالاً جديداً لدراسة جوانب مختلفة من جوانب اتخاذ القرار الاستثماري.

## المنهج والأدوات المستعملة:

نظر لطبيعة هذه الدراسة ولتحقيق أهداف البحث تم تبني المنهج الوصفي التحليلي للوصول إلى الإجابة عن الإشكالية واختبار صحة الفرضيات، حيث تم الاعتماد على هذا المنهج في سرد المفاهيم العامة والأسس النظرية المتعلقة بالموضوع ، وكذا في تحليل الأرقام المجمعة بهدف الوصول إلى نتائج البحث، بالإضافة إلى المنهج الإحصائي الذي تم الاعتماد عليه في الفصل الأخير من الدراسة، يتمثل في أساليب الإحصاء الوصفي للبيانات اليومية لمؤشرات الأسعار للأسواق محل دراسة، وحرمة من الاختبارات لفرضية السير العشوائي واختبارات الاستقرار السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسعار. وبغية قياس درجة التكامل المالي على المدى القصير والطويل تم الاستعانة بمنهجيات مختلفة.

## الدراسات السابقة:

من بين أهم الأعمال التي تناولت هذا الموضوع نجد:

- مقال "ميشال البوي" (Michel Albouy, peut-on croire a l'efficience des marchés financiers ?) ، حيث حاول الباحث من خلال هذا المقال التعريف بالاتجاه السلوكي بالانطلاق أولاً بالتنكير بنظرية كفاءة الأسواق المالية وأسسها وما تمخض عنها من نتائج، ثم الحديث عن التشوهات التي ثبتت ملاحظتها في السوق المالي، و من ثم الحديث عن التيار السلوكي و أهم ما قدمه من إسهامات من أجل تفسير هذه التشوهات؛

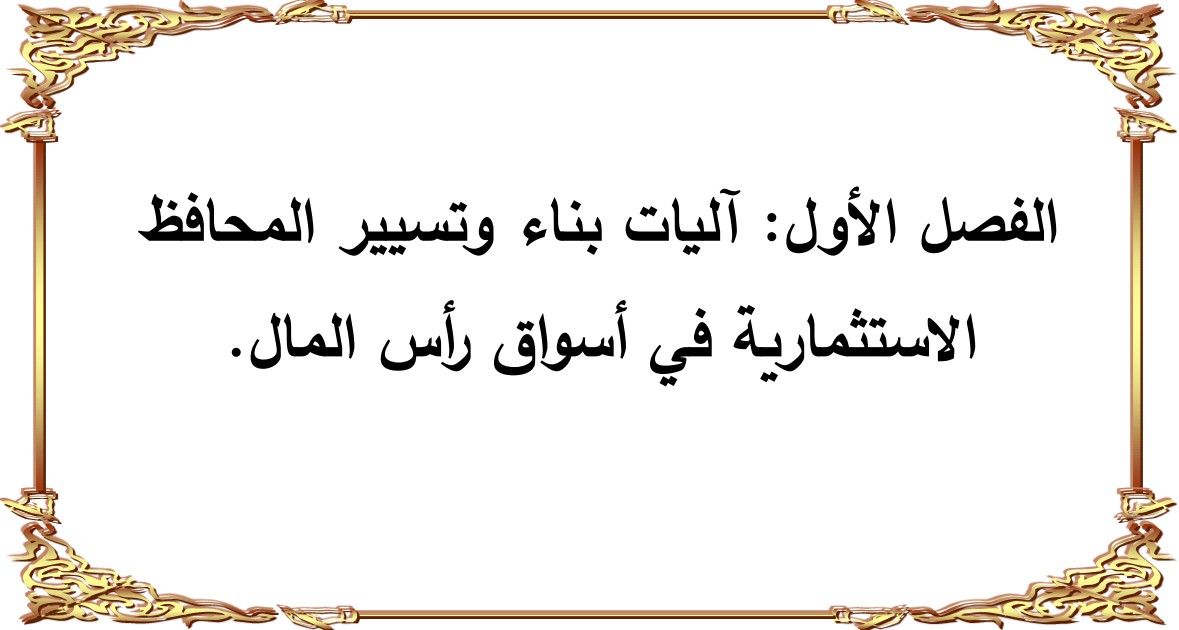
- مقال " ماري هيلين بروهان، مكسيم ميرلي و باتريك روجر " (Marie-hélène Broihane, Maxime Merli et Patrick Roger, تحت عنوان ( théorie comportementale du portefeuille limités ) ، و الذي نشرته المجلة الاقتصادية عام 2006، حاول الباحثون من خلاله التعريف بالنماذج المقترحة لبناء المحفظة المشكلة وفق التحليل " العائد- المخاطرة " في محاولة لإبراز أهم ما توصلت إليه النظرية السلوكية في هذا المجال، ولاكن بالاستعانة بدراسة تطبيقية تحاول من خلالها إظهار كيفية بناء المحفظة السلوكية في الواقع؛
- دراسة حنان عبدلي "اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة :حالة السوق المالي الماليزي 2008 - 2014" مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 18 سنة 2018. هدف هذه الدراسة هو تسليط الضوء على مفاهيم الأسواق المالية الناشئة وكفاءة الأسواق المالية، ومعرفة تطور مؤشرات كفاءة السوق المالي الماليزي خلال الفترة 2008-2014. وخلصت الدراسة إلى أن السوق المالي الماليزي يتمتع باتساع في الحجم والعمق والرسملة سوقية كبيرة، كما أن السوق المالي الماليزي كفاء عند المستوى الضعيف وغير كفاء عند المستويين المتوسط والقوي، وهذا خلال فترة الدراسة.
- دراسة مداحي محمد وترقو محمد "العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) دراسة قياسية لمؤشري بورصة إندونيسيا" مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس 2017، هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة التبادلية بين المؤشرين التقليدي والإسلامي لبورصة إندونيسيا لمعرفة طبيعة التأثير المتبادل بينهما. حيث أظهرت النتائج أن درجة تأثير المؤشر التقليدي تقدر بـ 93.08 % وهي درجة تأثير قوية وهذا يدل على أن المؤشر التقليدي شديد التأثير بالمؤشر الإسلامي في حين درجة تأثير المؤشر الإسلامي تقدر بـ 4.85 % وهي درجة تأثير ضعيفة وهذا يدل على أن المؤشر الإسلامي قليل التأثير بالمؤشر التقليدي بدرجة تأخر لفترة واحدة وبدرجة تأخر لفترتين والمؤشر التقليدي بدرجة تأخر لفترة واحدة.
- تعود أول دراسة في موضوع التكامل المالي لأسواق المال إلى الباحث Hilliard (1979) الذي فحص نمط التغير في البيانات اليومية لمؤشرات أسعار الأسهم لعينة مكونة من تسع بورصات خلال فترة أزمة الطاقة لعامي 1973 - 1974. وبعد التحليل الطيفي للبيانات، كشف Hilliard بأن حركة مؤشرات البورصات متزامنة عند إجراء المقارنة داخل القارة الواحدة، على عكس النتائج في حالة المقارنة ما بين القارات التي تنتمي إليها تلك البورصات.
- الباحث Kasa (1992) هو أول من طبق منهجية التكامل المشترك متعدد المتغيرات على خمس بورصات متطورة، لاستكشاف مدى وجود الاتجاه العشوائي المشترك في بيانات العوائد. وأشارت النتائج إلى تأكيد وجود ذلك الاتحاد في العوائد اليومية والشهرية في بورصات الولايات المتحدة الأمريكية و بريطانيا واليابان وألمانيا وكندا، ما يعني أن هذه الأسواق متكاملة فيما بينها خلال الأفق الطويل، ولا تتيح أي مكاسب للمستثمرين بمناسبة التنوع الدولي لمحافظهم.

- دراسة كل من راضية كروش وعبد الغني دادن ومحمد أمين شربي (2016) تحت عنوان " اختبار إمكانية تكامل الأسواق الناشئة وأثره على عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الدولية"، هدفت هذه الدراسة للكشف عن علاقة تكامل الأسواق المالية الناشئة، واختبار أثر هذه العلاقة على العوائد المنتظرة من التنويع الدولي للمحفظة المالية، من أجل ذلك اعتمدوا على عينة لأربع أسواق ناشئة خلال الفترة الممتدة من 31 أكتوبر 1989 إلى غاية 31 ديسمبر 2014 بتردد شهري، مستخدمين مجموعة من الاختبارات الإحصائية والمتمثلة في اختبار التكامل المشترك لجوهانسن، إضافة إلى اختبار السببية لقرانجر. بينت نتائج الدراسة أن الأسواق الناشئة لا تتكامل فيما بينها ما جعلها تتمتع بمعاملات ارتباط منخفضة، كما أنها تحقق عوائد هامة من خلال عملية التنويع فيما بينها، كما بينت نتائج اختبارات السببية بين هذه الأسواق أنها أحادية الاتجاه.

### محتوى الدراسة:

من أجل مناقشة جوانب الموضوع التي تم التطرق إليها سابقاً وللإجابة عن الأسئلة المطروح، بالإضافة إلى اختبار الفرضيات، سيتم تقسيم البحث إلى أربع فصول، ثلاثة نظرية والرابع تطبيقي:

الفصل الأول نتطرق فيه إلى أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية بشكل عام، من خلال التذكير بمفهوم سوق رأس المال وأنواعه المختلفة بالإضافة إلى إجراءات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية حيث تم التطرق فيه للعمليات، الأوامر في سوق الأوراق المالية، والتسعير في سوق الأوراق المالية. أما المبحث الثاني يتضمن تقديم مفهوم عام للمحفظة الاستثمارية وعرض أبرز أنواعها بالإضافة إلى التطرق إلى مبادئ نظرية المحافظ الاستثمارية وكذا عوائدها ومخاطرها من خلال تعريف عائد حافظة الأوراق المالية وكيفية قياسه، تعريف مخاطر الحافظة، أنواعها، مصادرها و قياس مخاطر حافظة الأوراق المالية. الفصل الثاني تم تخصيصه لعرض مختلف الأدوات الاستثمارية التقليدية والإسلامية التي توفرها هذه الأسواق من أسهم، سندات، مشتقات مالية، صكوك إسلامية وغيرها من الأدوات. الفصل الثالث خصص لتوضيح ماهية كفاءة سوق رأس المال وذلك بالتعريف بكفاءة السوق، توضيح مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية والعلاقة بين المعلومة وكفاءة سوق رأس المال، فحين تطرق المبحث الثاني من نفس الفصل إلى الانتقادات الموجهة إلى نظرية كفاءة الأسواق وتفسير سلوك المستثمرين عن طريق نظرية المالية السلوكية، أما الفصل الرابع فهو عبارة عن دراسة تطبيقية تشمل مجموعة من الأسواق المالية الإسلامية والعربية بغرض اختبار فرضيات الدراسة وخروج بنتائج تمكننا من الإجابة على الإشكالية الرئيسية، بالإضافة إلى خاتمة عامة تضمنت أهم النتائج المتوصل إليها والتوصيات المقدمة.



الفصل الأول: آليات بناء وتسيير المحافظ  
الاستثمارية في أسواق رأس المال.

## الفصل الأول

### آليات بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في أسواق رأس المال

#### تمهيد

تعكس سوق الأوراق المالية الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول و تقدمها، ذلك من خلال الدور الأساسي الذي تقوم به، والذي يتلخص في تعبئة المدخرات ثم إعادة استثمارها، وتوجيهها إلى مختلف أوجه الأنشطة، وقد ارتبط تطور و بروز مكانة البورصات بالتطور الاقتصادي والصناعي، الذي مرت به معظم دول العالم، مما أدى إلى إصدار المزيد من الأوراق.

حيث تلعب هذه السوق دوراً هاماً في تشابك القطاعات الاقتصادية، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزاً في السيولة النقدية. من هذا المنطلق تظهر أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها.

كما أن هذه الأسواق تتوفر على أدوات مالية من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات، تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق من الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوي، فهي تؤدي دوراً جدياً مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة له، إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا إذا توفر الجو المناسب.

فمن أجل التوسع في شرح مختلف جوانب الأسواق المالية وطرق الاستثمار فيها لاسيما الاستثمار المحفظي، سوف نتناول في هذا الفصل المبحثين التاليين:

المبحث الأول: أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية.

المبحث الثاني: بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية

## المبحث الأول: أساسيات الاستثمار في الأسواق المالية

يتنامى الاتجاه نحو الاهتمام بأسواق المال وخصوصاً سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دوراً هاماً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير أوجه الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزاً في السيولة النقدية. ولذلك تظهر أهمية دراسة سبل تنمية هذه السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات متنوعة أشكالها وأنواعها وأنماطها.<sup>1</sup>

### المطلب الأول: مفاهيم حول الاستثمار في الأسواق المالية

بالرغم من أن موضوع الاستثمار في الأوراق المالية ليس من الموضوعات الحديثة في الفكر المالي، إلا أن حركة الاقتصاد العالمي جعلت منه موضوعاً رائداً في الاقتصاد المعاصر والفكر المالي الحديث لأسباب كثيرة من أهمها كون الاستثمار في الأوراق المالية يعد وعاء استثمارياً كبيراً ولميزة هذا الاستثمار في المحافظة على القيمة الحقيقية للأموال المستثمرة، وقد يضمن التعظيم في ثروة المستثمرين.

#### الفرع الأول: مدخل للأسواق المالية

تسعى كل دولة من خلال النظام الاقتصادي الذي تتبناه سواء كان النظام اشتراكي أو نظام اقتصاد السوق إلى تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقلال الاقتصادي، وبالتالي رفع مستوى معيشة الأفراد، ولا يمكن تحقيق ذلك إلا بالتخلص من المشاكل التي تواجهها، كمشكلة التمويل الذي تعتبر محل اهتمام الكثير من الدول، وتعتبر السوق المالية أحد أهم المؤسسات التي لها دور فعال في بعث النشاط الاقتصادي خاصة في مجال التمويل، وكذا العمل على توجيه رؤوس الأموال، وتخصيص الموارد المالية بطريقة مثلى. ولهذا ارتأت الكثير من الدول ضرورة إيجاد بديل عن أدوات التمويل التقليدية نظراً للمشاكل التي تنجم عنها، وإقامة سوق أوراق مالية نظراً لأهميتها في الاقتصاد والوظائف المتعددة التي تقوم بها. وقد ظهرت سوق الأوراق المالية كثمرة لفكرة آدم سميث المتجلية في النظرية التي تقوم على مبدأ تخصص وتقسيم العمل بما يكفل زيادة الكفاءة الإنتاجية للعمل، وبالشكل الذي يساعد على زيادة سعة السوق وكبر حجمها.<sup>2</sup>

#### أولاً- مفهوم السوق المالي:

قبل السوق المالي كان يوجد ما يسمى بالبورصة التي تعرف بأنها "مكان عام في غالب المدن الكبرى، أين يجتمع الأعوان والوسطاء وسامسة وأشخاص آخرون مهتمون بالتجارة خلال أيام معلومة من أجل معالجة مجموعة من المعاملات التجارية والتبادلية وغيرها من الأشياء من نفس الطبيعة".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، القاهرة، 2013، ص 155.

<sup>2</sup> عنكوش أحلام، سوق الأوراق المالية ودوره في تحقيق التنمية الاقتصادية، مذكرة، جامعة أم البواقي، 2014، ص 03.

<sup>3</sup> Michel FLEURIET et Yves SIMON, bourse et marches financiers, 2 eme edition, ECONOMICA, Paris, 2008, page 23.



فالأسواق المالية هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل السيولة النقدية، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز، وهذا معناه أن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري بغض النظر عن تنفيذ عملية البيع والشراء باللقاء المباشر أو غير المباشر، والمهام الأساسية للأسواق المالية هي تسجيل الشركات وقبول أسهمها والمتاجرة بها بيعاً وشراءً وتسوية الصفقات، والسوق المالي إطار يجمع بين بائع ومشتري الأوراق المالية بوسائل متعددة شرطها الأساسي أن تكون فعالة، بحيث تؤدي في نهاية الأمر إلى أن تتساوى أسعار الورقة المالية الواحدة في أية لحظة زمنية في السوق المالي مع قيمتها الحقيقية، ويقصد بذلك أن تتساوى أسعار الأوراق المالية في السوق المالي مع قيمتها الحقيقية أي تحقيق السعر العادل، وبذلك فإن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري، وبغض النظر عن الكيفية التي يتم بموجبها تنفيذ عمليات الشراء والبيع قد تكون اللقاء المباشر بينهما أو بواسطة الهاتف أو حتى بواسطة الإنترنت، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء الإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين، أما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء.

إن طبيعة التعامل في السوق المالي تتسم بالمرونة العالية ولذلك تعد الأسواق المالية من أكبر الأسواق تعاملًا بالأموال على المستوى المحلي أو الدولي، وقد ساهم التطور التقني في مجال وسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات في تسهيل عمليات التداول خارج الحدود الإقليمية للبلدان، إذ يتم تنفيذ صفقات الشراء والبيع بواسطة الهاتف أو الإنترنت، مع العلم أن كفاءة وقدرة ومستوى التداول في الأسواق المالية تختلف من دولة إلى أخرى، حسب الإمكانيات وطبيعة الأدوات المالية المتاحة وقوة ومتانة وتنوع القطاعات في الاقتصاد الوطني وارتفاع مستوى المتعاملين.

إن حجم التعامل في السوق المالي يؤثر على أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية، ويحفز المستثمرين للحصول على البيانات والمعلومات الكاملة عن الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية في ضوء ذلك، مما يساهم في تحسين أداء الشركات المتداولة أوراقها المالية في السوق والرقابة عليها ومدى توظيفها لرؤوس الأموال المتاحة بكفاءة، وتوفر الأسواق المالية الأموال بواسطة ترويج الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من قبل الشركات من خلال الاكتتاب بأدواتها المالية التي تعرضها في هذه الأسواق، وهي تساهم في تغطية العجز في الفجوة التمويلية.<sup>1</sup> بعبارة أخرى، إنها عبارة عن تجميع للموارد البشرية والمهارات الفنية والمعلومات والوسائل التكنولوجية التي تسمح بتطوير التبادلات المالية والنقدية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 38.

<sup>2</sup> Bahri Oum El Kheir, la finance islamique compartiment de la finance d'aujourd'hui, mémoire de magister, universite d'Oran, 2013, page 72.

## ثانياً - نشأة الأسواق المالية:

إن وجود أصناف مختلفة من النقد أدى إلى ولادة مهنة جديدة هي : الصرافة ، أي بيع العملات ببعضها . فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة الهلينية في اليونان ، وبعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية .

لكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة ، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الإيطالية كجنوة وفنيسيا وفلورنسا، بفضل تجارتها مع الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الاقتصاد الدولي، وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، ولقب العاملون بتلك المهنة (المصرفيون). وبعد ذلك احتلت مدينة بروج (Bruges) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية.

لقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الستة الأكبر العاملة في مجال الصرافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها، ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمت بالصلة لعمليات بيع النقود وشرائها. وقد ارتبط ذلك باسم " فاندر بورز " ( Burs ) ، وقد تحول اسم السيد "بورز" إلى " بورص " بالفرنسية. ويعتبر المؤرخون عام 1339 م بمثابة العام الذي ظهر فيه مفهوم البورصة نسبة إلى إسم عائلة السيد "بورز"، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية. وفي عام 1595 م، ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية، لمدة طويلة في فرنسا، إذ إن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءاً من عام 1639 م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مائة عام تقريباً (1724 م) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس. أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر حيث ارتبطت عضواً مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى، وكذلك بورصة " وول ستريت " الأمريكية ، فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، ولمدة طويلة بقيت بورصة باريس في المركز الثاني عالمياً بعد بورصة لندن، ومع بداية القرن العشرين أمكن ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسجلة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما أيضاً في كافة البورصات الدولية. ومع نهاية عقد الثمانينات أمكن ملاحظة بأن ترتيب البورصة الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو ، تاركة ورائها البورصات الأوروبية: لندن ، فرانكفورت وباريس.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الأفتار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008، ص 33-34.

## ثالثاً- وظائف الأسواق المالية:

تقوم الأسواق المالية بتأدية عدة وظائف على قدر كبير من الأهمية للاقتصاد القومي، وتعد هذه الوظائف الركيزة الأساسية للأسواق المالية، التي لو عجزت عن أدائها فإنها تكون قد فقدت أهم أسباب قيامها واستمرارها. وتتمثل هذه الوظائف فيما يلي :

1 - **زيادة معدل نمو الاستثمار:** إذا كانت أسواق رأس المال تعمل بشكل جيد، فإنها تلعب دوراً كبيراً في تعبئة الموارد وهي أداة مهمة جداً لتلبية الاحتياجات التمويلية للبلد.<sup>1</sup> فمن ناحية تعمل الأسواق المالية على تشجيع عمليات الادخار والاستثمار في المجتمع، وذلك بتجميع أما المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال يتم توظيفها في الاستثمارات الأكثر إنتاجية، لأن ميزات السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمانة في التداول التي توفرها أسواق الأوراق المالية تشجع المدخرين على الإقدام بتوظيف مدخراتهم في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة، مما يوفر لها رأس المال اللازم لتمويل الاستثمارات الحقيقية بتكلفة أقل. ومن ناحية أخرى تقوم الأسواق المالية بتشجيع صغار المدخرين على الادخار، حيث لا يستطيعون في العادة إقامة المشاريع الاستثمارية لعدد من الأسباب منها ما يتعلق بصغر حجم هذه المدخرات، وعدم معرفتهم بفرص الاستثمار المتاحة والمجدية، وبالتالي فإن الأفراد الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع استثمارية يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، مما يؤدي إلي توفير التمويل اللازم للشركات والمؤسسات الاستثمارية، وبالتالي زيادة معدل نمو الاستثمار وزيادة معدلات التشغيل، وزيادة معدل النمو الاقتصادي. وبدلاً من أن يضع المدخر نقوده في البنوك بعوائد منخفضة، فإن سهولة دخول السوق المالي يحفز المستثمر على الاستثمار في الأوراق المالية.<sup>2</sup>

2- **تخصيص الموارد الاستثمارية أفضل تخصيص ممكن:** التحليل التقليدي للنظام المالي يؤكد على التخصيص الفعال لرأس المال في الاقتصاد<sup>3</sup>، حيث تلعب الأسواق المالية دوراً هاماً في تخصيص الموارد الاستثمارية وتوجيهها نحو سبل استخدامها. فإذا جرى التعامل في الأسواق المالية بعيداً عن المضاربة غير الرشيدة فإن حركة أسعار الأوراق المالية في هذه الأسواق تكون مؤشراً صادقاً على أداء الشركات المصدرة لهذه الأوراق، وقد تعبر عن توقعات تطور هذا الأداء مستقبلاً. لذلك تلعب سوق الأوراق المالية دوراً له أهميته في حسن استخدام الموارد الاستثمارية في المجتمع، أي توجيهها نحو أفضل استخدام ممكن، وبالتالي رفع كفاءة النشاط الاقتصادي. فبدون هذه السوق فإن صغار المدخرين سيعجزون عن توظيف أموالهم، وخاصة في ظل كبر حجم المشروعات التي تحتاج إلي تمويل ضخم. وبناء على ما سبق، فإن ارتفاع أسعار الأوراق المالية لبعض الشركات يعد دليلاً على ارتفاع كفاءتها الإنتاجية، فتنج

<sup>1</sup> Karim Dahou, Haibado Ismael Omar, Mike Pfister, AFRIQUE : DÉVELOPPER LES MARCHÉS FINANCIERS POUR LA CROISSANCE ET L'INVESTISSEMENT, la réunion ministérielle et la table ronde d'experts de l'initiative NEPAD-OCDE, 2009, page 36.

<sup>2</sup> نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012، ص 67.

<sup>3</sup> Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik et Christophe Perignon, marches financiers, 5 eme edition, dunod, Paris, 2009, page 11.

إليها مزيد من الموارد الاستثمارية. وهذا ما نقصده بتخصيص الموارد الاستثمارية أفضل تخصيص ممكن. والدور الذي تقوم به الأسواق المالية في تخصيص الموارد الاستثمارية قد يتم بصورة مباشرة أو بصورة غير مباشرة. ويتمثل الدور المباشر في أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء على ذلك فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق، هي التي ستتاح لها فرصة مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر مرتفع يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل. أما الدور غير المباشر فينشأ من إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة، والذي يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين، الذين لم يترددوا في تزويد هذه الشركة بما تحتاجه من أموال إضافية وبسعر فائدة معقول. وبناء على ذلك فإن وجود سوق منظمة وكفؤة للأوراق المالية من شأنه أن يؤدي إلي تحقيق درجة عالية من الكفاءة في توجيه الموارد الاستثمارية نحو الأنشطة الإنتاجية الأكثر كفاءة.

**3 - توفير درجة عالية من السيولة للمستثمرين:** يعتمد الأثر الإيجابي لسوق المالي على درجة سيولة الأصول المتداولة فيه<sup>1</sup>، حيث توفر السوق الثانوية سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية، بحيث تكون الفرصة قائمة باستمرار لبيع الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمرون بسرعة وسهولة وبأقل حد ممكن من التقلب في قيمتها السوقية. ولذا تعد سوق الأوراق المالية وسيلة لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته عند طلبه السيولة. وذلك لأن دوافع الاستثمار والادخار هي المحرك الرئيسي في البورصة، وهذه الدوافع غير محددة بزمان معين ولكنها تخضع لظروف الحياة ذاتها ومتطلباتها. ولذلك فإن استمرارية تداول الأوراق المالية في البورصة يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة. وتعني السيولة هنا إتاحة الفرصة للمستثمر أن يبيع أوراق مالية فورا، وبأسعار لا تختلف إلا قليلا عن أسعار البيع السابقة. وتشجع ميزة السيولة المستثمرين على اختلاف أنواعهم على الإقدام لتوظيف مدخراتهم في شراء أوراق مالية من السوق الأولية أو من السوق الثانوية. فالسيولة هي سمة الأسواق الكبيرة بما فيه الكفاية، لذلك من الضروري أن تكون هناك كمية كبيرة من الأوراق المالية المتداولة متاحة للجمهور وأن الحجم اليومي للمعاملات كبير بما يكفي للسماح بعمليات التبادل التي لا تؤدي بشكل منهجي إلى تقلبات الأسعار غير المنتظمة.<sup>2</sup>

**4 - المساهمة في تمويل مشروعات التنمية الاقتصادية والاجتماعية:** حيث تقوم الحكومة ومؤسساتها بتوفير بعض احتياجاتها التمويلية من خلال طرح السندات للاكتتاب العام للجمهور، ومن ثم تقوم الأسواق المالية من ناحية بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومة لإقامة مشاريعها الاستثمارية وبالأخص مشاريع البنية التحتية عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية - سندات الدين العام في هذه الأسواق مما يمكنها من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة. ومن ناحية أخرى تعد هذه الأدوات - أذون الخزانة، وسندات الخزانة - وسيلة رئيسية لتمويل العجز المالي من جهة ولإدارة السيولة النقدية من جهة أخرى،

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 29.

<sup>2</sup> BENCHABANE Meriem, etude comparative des marches financiers maghrebins cas : Maroc, Algerie et Tunisie, Mémoire de magister, Universite de tizi ousou, 2012, page 50.

ولذلك تتيح السوق للحكومة إمكانية إدارة أصولها المالية بسهولة ويسر وبأسعار مناسبة وبأقل تكلفة ممكنة. ووجود سوق للأوراق المالية منظمة وكفؤة يجنب الحكومة اللجوء إلي التمويل التضخمي الذي كثيرا ما لجأت إليه معظم حكومات الدول النامية التي كانت تفتقر إلى أسواق منظمة للأوراق المالية. حيث يتمثل دور الأساسي لرأس المال - قبل دور تغطية المخاطر أو تعهد القروض - في تمويل النشاط الاقتصادي (بدءاً من التوظيف) والنشاط المالي (الائتماني). وبالتالي ، يُقصد برأس المال أن يكون في المقدمة لمواجهة تقلبات الاقتصاد.<sup>1</sup>

**5 - تقويم أداء الشركات والمشروعات الاستثمارية :** تعد سوق الأوراق المالية سلطة رقابة خارجية وغير رسمية علي أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات المؤثرة التي تتخذها الشركة على أسعار أسهمها المتداولة في السوق فور شيوع أية أنباء عنها في البورصة، فترتفع أو تنخفض أسعارها، ويكون تقلب السعر هنا بمثابة تقويم فوري للأداء. وعليه فإن الشركات ذات الإدارة الناجحة تحقق نتائج أعمال إيجابية، وينعكس ذلك في ارتفاع أسعار أسهمها في السوق. وعلي العكس من ذلك، فإن الشركات التي تعاني من سوء الإدارة لن تكون نتائج أعمالها مرضية، وينعكس ذلك في انخفاض أسعار أسهمها في السوق. ولذا تقوم سوق الأوراق المالية بدور السلطة الرقابية على أنشطة المشروعات والشركات الاستثمارية المصدرة لهذه الأوراق، ومن ثم الحكم على كفاءة هذه الشركات والمشروعات.

**6- تقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية :** فتقوم سوق الأوراق المالية بتقييم وتحديد أسعار الأوراق المالية على ضوء آخر المعلومات المتوافرة عنها، وذلك من خلال عمليات التداول والتي تتم بطريقة موضوعية وغير شخصية بين أعداد كبيرة من البائعين والمشتريين، أي أن التقييم يتم على أسس موضوعية لا يدخل فيها العامل الشخصي. وتتحدد أسعار الأوراق المالية في البورصة وفقا لمستوى أرباح الشركات المصدرة لهذه الأوراق، ودرجة عدم التأكد في مستقبل لهذه الأرباح، ومعدل الخصم المتوقع. وتعمم البورصة أسعار تداول الأوراق المالية على كافة المستثمرين والفاعلين فور تحديدها من خلال وسائل الإعلام والاتصالات. ودور سوق الأوراق المالية هنا هو الموازنة بين السيولة والسعر بحيث يتم تجميع الطلب والعرض في مكان واحد ليحدد السعر السوقي بهما، بالإضافة إلى وجود السماسرة والوسطاء والمتخصصين الذين يقومون بأعمال التداول طبقا للقواعد والأنظمة التي تضعها الجهات المسؤولة عن ضبط ورقابة عمليات التداول فضلا عن أخلاق المهنة.

**7 - إتاحة أوعية ادخارية متنوعة :** تحقق سوق الأوراق المالية للمدخرين عددا من المزايا التي تشجعهم على توظيف أموالهم في الأوراق المالية، حيث تعطيهم الأمان الكامل لرؤوس أموالهم، وتوفر لهم عائدا منتظما للأوراق المالية التي يتعامل فيها، كما تعطيهم الحق في سهولة التصرف في هذه الأوراق في أية لحظة، وبالتالي توفر مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمدخرين فرصاً أوسع للاختيار في شتى

<sup>1</sup> Paul FABRA, le capitalisme sans capital, Groupe Eyrolles & Les Echos Editions, Paris, 2010, page 48.

مجالات الادخار، مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الادخار التي تتناسبهم وتتلاءم مع ميولهم ومعتقداتهم، ولا يضطر المدخر لتوظيف أمواله في مجالات لا تمثل قناعته. ولذلك تقوم سوق الأوراق المالية بتوزيع المدخرات بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة حسب كفاءتها، وهنا تأتي أهمية وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية لتقوم بإيجاد تلك الآليات اللازمة لتجميع المدخرات وتوجيهها التوجيه السليم، من خلال وجود سوق تنافسية تؤدي إلي تدفق رأس المال بصورة مناسبة لأفضل الاستخدامات الممكنة. ففي السوق المالي يمكن للشركات المدرجة معرفة وتقدير المدخرين، بالإضافة الى النمو في بيئة تشجع مختلف أنواع العلاقات التجارية من تحالفات واندماج... الخ.<sup>1</sup>

**8 - الحد من معدلات التضخم:** تشجع الأسواق المالية على زيادة مدخرات الأفراد والمؤسسات ونشر الوعي الادخاري بين صغار الوحدات الاقتصادية، مما يؤدي إلي كبح معدلات نمو الاستهلاك، لا سيما أن الميل الحدي للاستهلاك في الدول النامية مرتفع، وبالتالي توفر موارد حقيقية للاستثمار دون حدوث ضغوط تضخمية.

**9 - الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية :** تعمل الأسواق المالية على ربط الأسواق المحلية بشبكة أسواق الأوراق المالية الدولية، ومن ثم دمج أسواق الأوراق المالية للدول النامية مع الأسواق المالية للعالم الخارجي، مما يؤدي إلي جذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا وزيادة الخبرة المالية لأسواق هذه الدول، مما يجعلها أكثر تنافسية في أسواق المال الدولية. كما أن البورصة تعتبر من أهم الجهات التي تتيح فرص التعرف علي مدي ملائمة التشريعات المالية والاقتصادية وردود الأفعال تجاه تلك التشريعات، ولذلك فإن البورصة تعكس قوة الاقتصاد أو ضعفه، كما تعكس مستوى الأداء القطاعات الاقتصادية والأداء المالي للشركات الاستثمارية. وهذا يعطي مؤشرا جيدا وحقيقيا عن حالة الاقتصاد القومي أمام المستثمرين الأجانب مما يوفر أرضية قوية للثقة والجدارة الاستثمارية للدولة.<sup>2</sup>

**10 - تنمية الوعي المالي والاستثماري :** ويتم ذلك عن طريق إعداد وتنفيذ خطة إعلامية لتعريف الجمهور بسوق الأوراق المالية ومزايا الاستثمار فيها، وذلك من خلال التركيز على تعريف الأفراد بماهية السوق الأولية والسوق الثانوية، وتعريفهم بمزايا الاستثمار في الأوراق المالية وبالأدوات المالية المستحدثة. ولذلك تلزم قوانين الأسواق الأوراق المالية الشركات المقيمة فيها بنشر كافة بياناتها المالية دوريا على الجمهور، مما يؤدي إلى زيادة المعلومات لديهم عن الشركات المتداولة في البورصة وهذا من شأنه أن يجعل طبقة من المستثمرين يتعودون شيئا فشيئا علي تحمل مخاطر الاستثمار نتيجة للعمليات التي يعقدونها، كما أن إدارة أسواق الأوراق المالية والسماسة والعاملون بها يسعون إلى تنمية الوعي المالي والاستثماري لدي الجماهير من خلال البرامج التي تتعرض للمسائل الاقتصادية مع تبسيطها وتيسيرها.

<sup>1</sup> Jean-Pierre Gaillard, la bourse : se constituer un portefeuille, Radio France et Balland/Jacob-Duvernoy, 1999, page 08.

<sup>2</sup> عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2009، ص 300.



ولذا يسهم التعامل في أسواق الأوراق المالية في تنمية وعي الأفراد في مجال التوظيف المالي، وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين. كما يسهم سوق الأوراق المالية في توجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات الملائمة سواء في الأسهم أو السندات - وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار.

**11 - تخفيض المخاطر التي تواجه المدخرين والمستثمرين :** حيث تقوم أسواق الأوراق المالية المنظمة بتخفيض المخاطر التي تواجه المدخرين والمستثمرين إلى أدنى حد ممكن، لأنها أكثر قدرة على التأمين وإعادة التأمين ومواجهة حالات الإفلاس والإعسار من قبل المقترضين، وبذلك توفر درجة عالية من الأمان لصغار المدخرين، وتقلل مما يعرف بالمخاطر الأخلاقية والتي تتمثل في استخدام المقترضين للأموال في مجالات أكثر مخاطرة مما كان يعتقد المقرضين، خاصة وأن المقترضين الأقل جدية والأكثر ميلاً للمخاطرة هم الأكثر إلحاحاً في طلب القروض. ولذا فإن سوق الأوراق المالية توفر وسيلة موضوعية لتفادي هذه المخاطر الأخلاقية. ونتيجة للمخاطر الأخلاقية سألغة الذكر فإن معظم المقترضين يحجمون عن الإقراض خوفاً على أموالهم أن تقع في أيدي المقترض الأكثر مخاطرة. ولذلك فقد سهلت أسواق الأوراق المالية المنظمة من زيادة الثقة في الإقراض، ومن وصول الأموال إلى الأيدي الجادة في الاستثمار والأقل ميلاً للمخاطرة. فضلاً عن تنوع المخاطرة، وذلك بالإقراض لمجموعة مختلفة من المؤسسات، والاقتراض من مؤسسات مختلفة حتى تتوزع أخطار التمويل والاستثمار. كما توفر الأسواق المالية فرص استثمارية متفاوتة من حيث المخاطر وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب، ومن جانب آخر وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها.<sup>1</sup>

#### رابعاً - شروط إقامة سوق مالية:

تؤدي السوق المالية في ميدان الحياة الاقتصادية دوراً حيوياً، إذ تدور فيها أكبر الصفقات التجارية والتي تمثل الجزء الأكبر من ثروة البلاد، ولها دور حيوي وفعال في خدمة التمويل والاستثمار، ومن أجل إقامة سوق مالية تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي لا بد من توافر الشروط الآتية<sup>2</sup>:

1. وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل.
2. سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بأن تكون السوق المالية مجهزة بأجهزة العرض والاتصال والتسجيل ونظم المعلومات.
3. وجود الاستمرارية والتنظيم فيها، فلا بد أن تكون السوق المالية سوقاً مستمرة، وذلك من خلال:

- ✓ وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الاستمرارية فيها من ناحية، والاستقرار من ناحية أخرى، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.
- ✓ وجود الحرية التامة بين المتعاملين والمعاملات التي تجري فيها وإجراء عمليات كثيرة ومتكررة.
- ✓ تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة عن طريق زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة، وزيادة عدد المتعاملين فيها، وبذلك تكتسب البورصة فاعليتها من نمو وازدياد حجم التداول

<sup>1</sup> رسمية قرياقص وعبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 302.

<sup>2</sup> زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سابق، ص 49-50.

- والتعامل فيها. ولا بد أن تكون البورصة سوقاً منظمة أيضاً، لأن غياب التنظيم معاناة للمتعاملين فيها مما يترتب عليه العديد من المشاكل، منها : مشكلة الإعلان عن الأسعار بصورة واضحة، ومشكلة الرقابة والإفصاح المالي من الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة، ومشكلة تسهيلات نقل ملكية الورقة محل التداول، ومشكلة تحديد العمولة والمصاريف الأخرى.
4. وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل بيوت الإصدار والسماصرة، حيث تقوم هذه المؤسسات بتقديم المشورة للمتعاملين في البورصة حول كيفية استثمار أموالهم، استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم في حالة إن أموالهم قد لا تكفي لتكوين محفظة أوراق مالية، أو إن وقتهم لا يسمح لهم بذلك.
5. أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة، وأن توفر المعلومات عن الأوراق المالية التي تجري التعامل فيها، وعن المراكز المالية للشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية وإمكانية استيعاب هذه المعلومات.
6. وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومحاسبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.
7. النمطية، وذلك يجعل جميع العقود والمعاملات في السوق بنمط محدد، والتنميط هو الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية للأوراق المالية، ومن ثم توفير عنصر السيولة للمستثمر.

#### خامساً - أقسام السوق المالي:

يمكن النظر إلى الأسواق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها وفقاً لأكثر من معيار حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، وفي كل الحالات فإن الهدف هو واحد وهو المزيد من التعريف بها<sup>1</sup>. فقد يكون الهدف من التصنيف هو معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أوراق مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل هذه الأسواق. وفي الواقع يكون من الصعب التوصل إلي أنواع محددة وفاصلة الأسواق الأوراق المالية، وذلك نظراً للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق. وبالتالي فإننا سوف نقسم الأسواق المالية إلى قسمين رئيسيين هما:

**1- السوق النقدية:** هناك من يعطيها تعريفاً أكثر شمولاً من خلال الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، ويتولى عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته - فوائضه - عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها، فيما يشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما. فمن خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال

<sup>1</sup> محمد وجيه حنيني، تحويل برصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 34.



قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير مشروطة بوجود مكان معين.<sup>1</sup>

**2- سوق رأس المال:** هو الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد صفقات طويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق. يتضح من التعريف بأن السمة الأساسية لهذه الأسواق هي المخاطرة العالية كون أدواتها ذات استحقاق لأكثر من سنة. وعليه فإن المستثمر يعطي الأولوية لعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة مقارنة بسوق النقد. أي بمعنى أن المستثمر يطلب عائداً أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى. ويتميز سوق رأس المال بكون حجم الصفقات المنفذة من قبل المتعاملين والمشاركين في السوق، ولذلك نجد أنه أكثر تنظيماً من سوق النقد، وتشكل الأسهم والسندات الأدوات الأكثر شيوعاً في هذا السوق. أهمية سوق رأس المال تتجلى من خلال أبعاد صفه العمق Depth والاتساع Breadth للأدوات المصدرة في السوق، هذا بجانب توفير عنصر المرونة النسبية لها. ويرتبط ذلك من خلال كفاءة وفاعلية تنظيم هذه الأسواق من جانب، وقدرتها على توفير صفة الاستمرارية للسعر، وفرص التمويل لمختلف القطاعات من جانب آخر هيكل سوق رأس المال يتكون من السوق الأولية Primary Market والتي تشمل عمليات الصيرفة الاستثمارية، والسوق الثانوية Secondary Market وحدودها تتوزع بين عمليات السوق المنتظمة (البورصة) والسوق الموازية والسوق الثالث والرابع.

**أ- السوق الآجلة:** هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات الشراء أو البيع للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.<sup>2</sup> وتتعامل أيضاً هذه السوق بالأسهم والسندات ولكن هناك اختلاف بسيط هو أن العقود المبرمة يتم تنفيذها في آجالاً لاحقة، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق. والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يشجع المستثمرين على الإقبال على الاستثمار. وتتكون هذه السوق من أسواق الخيارات وأسواق العقود المستقبلية وأسواق المبادلات التي تتعامل بصرف العملات.

**ب- السوق الحاضرة (الفورية):** فهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات على مختلف أنواعها وتتضمن الأسواق الحاضرة قسمان:

#### ب - 1 - السوق الأولية أو سوق الاصدار:

الوظائف الرئيسية للسوق الأولية هي إنشاء، قيد وتوزيع الاصدارات الجديدة New Issues،<sup>3</sup> كما توصف السوق الأولية بأنها سوق الاصدارات الجديدة سواء للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المالها، وتباع الاصدارات بالجملة في السوق الأولية. إذ تقوم هيئة الأوراق

<sup>1</sup> أنطوان الناشف وخبيل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الطبعة الثانية، 2000، ص 26.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال شموط: " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق " الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 20.

<sup>3</sup> Siddharth Bagri & all, introduction to financial market, the secretary central board of secondary education, first edition, 2007, page 70.

المالية بتنظيم أنشطة الإكتتاب بموجب قوانين وتعليمات تشرع لهذه الغرض. لذلك حدود السوق الأولية تبدأ حينها تحصل الشركة على موافقة هيئة الأوراق المالية على بيان التسجيل الذي يتضمن معلومات عن طبيعة الأعمال التي تمارسها وطبيعة المخاطر الاستثمارية، هذا بالإضافة إلى الملحقات الخاصة بالقوائم المالية للشركة موثقة من محاسب قانوني مستقل.

في الحقيقة، إن بيان التسجيل الذي يقدم إلى هيئة الأوراق المالية يتضمن جزئين، الأول نشرة الإصدار الأولية Preliminary prospectus والتي تحمل عنوان بالخط الأحمر الواضح لذلك يطلق عليها مصطلح Red Herring، وهذه النشرة تعرض إلى الجمهور معرض أولي عن الورقة المالية المصدرة، أما الجزء الثاني عبارة عن ملحق معلومات وهذا الجزء لا يوزع إلى الجمهور بل يتم توفيره حسب طلب هيئة الأوراق المالية. وتجدر الإشارة هنا أن قسم تمويل الشركات في هيئة الأوراق المالية يقوم بمراجعة المعلومات المفصّل عنها في بيان التسجيل للتحقق من مدى ملائمة المعلومات ودقتها كما أن قبول هيئة الأوراق المالية البيان التسجيل لا يعني ضمناً أن الورقة المالية لها ميزة استثمارية أو أن سعرها مناسب. وقد تخضع المعلومات الواردة في بيان التسجيل للتعديل أو استكمالها سواء من حيث طبيعة المعلومات وتحديثها أو التعديل السعري للورقة المالية. الحدود الجغرافية للسوق الأولية تتمثل بمجموعة المؤسسات المالية والمصرفية العاملة في النظام المالي، لاسيما بنوك الاستثمار التي تؤدي دوراً بارزاً في السوق من خلال العمل كمتعهد لتغطية الإصدارات الجديدة Under writers سواء لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة وبموجب اتفاقية الإصدار. هذا بالإضافة إلى قيام بنوك الاستثمار بالمهام الأتية:<sup>1</sup>

- توجيه النصح بشأن حجم الإصدار والتوقيت المناسب له، ووسائل التمويل البديلة والأكثر ملائمة.
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية والتي تطلبها هيئة الأوراق المالية، بعد التحقق الشامل من كافة بيانات التسجيل المزمع تقديمه إلى الهيئة.
- الاتصال بالجمهور (محللين ومستثمرين ووسطاء) لتكوين فكرة أولية ومؤشر مبدئي عن حجم الطلب، ومدى اهتمام الجمهور بحدث الإكتتاب.
- التعهد بتصريف الإصدار بالكامل أو بذل أفضل الجهود في عملية التسويق، قد تتولى مجموعة بنوك استثمارية (متعهدي التغطية) توزيع الإصدار إذا كانت حجمه كبير. وقد تستخدم بنوك الاستثمار زمر للبيع لضمان التوزيع الجغرافي للإصدار وتحقيق الاستقرار في السعر، بحيث تبدي هذه المجاميع استعدادها لشراء الإصدار لتقوية السعر أو للحفاظ على الأسعار السائدة.

من خلال ما سبق، نستنتج أن خطوات الطرح في السوق الأولية تشمل ما يلي:

<sup>1</sup> راشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 94.

**ب - 1 - 1 - اختيار بنك الاستثمار وإدارة المخاطر:** إن عملية اختيار متعهد التغطية هي إحدى أهم الخطوات اللازمة لإصدار الورقة المالية، ولأسباب تاريخية مختلفة احتلت البنوك مكانة هامة في أسواق الأوراق المالية، وفي الوقت الحاضر تشكلت بنوك خاصة للتعامل في الأوراق المالية لأن ما يعرف ببنك الاستثمار هو المسؤول عن بيع الإصدار.<sup>1</sup> وعليه فعلى إدارة الشركة بناء علاقة مع البنك قبل فترة طويلة من موعد بدء الطرح العام الأولي (IPDs). وعادة تقوم الشركة المصدرة للورقة المالية باختيار بنك ليكون متعهد التغطية الرئيسي والذي في الغالب يقوم بتشكيل مجموعة للتعهد بتوزيع الإصدار. عموماً، هناك أسلوبين لاختيار بنك الاستثمار، الأول يتضمن الاتصال المباشر بأحد البنوك أو عدة بنوك من ذوي السمعة والخبرة والقدرة على صناعة السوق، لغرض التفاوض على تسويق الإصدار للجمهور، ويتميز هذا الأسلوب بأن الشركة تستثمر جميع جهود البنك وتوجيهها نحو تسويق الإصدار، أما الأسلوب الثاني هو طريقة العطاءات والذي يعتمد تسويق الإصدارات ذات الالتزامات الثابتة والمعيير المعتمد في اختيار البنك هو التكلفة التي تتحملها الشركة من عملية الإصدار، لكن ما يعاب على هذا الأسلوب هو احتمال عدم حصول الشركة على جودة عالية للخدمات التي يقدمها البنك الذي رسي عليه العطاء نظراً لقلّة خبرة البنك وقدرته على صناعة السوق. ومهما تكون الطريقة المعتمدة في اختيار البنك، فإنه بعد اختيار بنك الاستثمار، يقوم الأخير بإصدار كتاب حسن النوايا بهدف جعل عملية الإصدار وترتيبات التمويل عملية رسمية وقانونية، وبعد ذلك يتم تكليف البنك وتوقيع اتفاقية إدارة الإصدار وتعهد التغطية. وتجدر الإشارة هنا أن الفترة التي تبدأ من عملية التفاوض لاختيار البنك ولحين إصدار خطاب النوايا الحسنة، تسمى بالفترة الهادئة، وخلال هذه الفترة تكون الشركة خاضعة لإرشادات وتعليمات هيئة الأوراق المالية فيما يتعلق بنشر المعلومات خارج نشرة الإصدار. بعد ذلك يقوم بنك الاستثمار بمهمة متعهد التغطية الرئيسي ويقوم بتشكيل مجاميع توزيع تتألف من مجموعة تعهد تغطية ومجموعة البيع، ويكون كل عضو في مجموعة تعهد ملزماً بشراء جزء من الإصدار، بينما أعضاء مجموعة البيع غير ملزمين بالشراء ولا يقبلون تحمل أية مخاطر، بل تقتصر مهمتهم على التسويق والبيع والتوزيع وتكون نسبة العمولتهم أقل من نسبة العمولة التي تتقاضاها مجموعة تعهد التغطية. وبهذه الطريقة يكون البنك قد قام بتخفيض المخاطر الناتجة من عملية تغطية الإصدار. كما أن من أهم الواجبات التي يقوم بها متعهد التغطية (بنك الاستثمار)، وقبل أن يسري نفاذ بيان التسجيل، القيام بعمليات التحقق الشامل عن المعلومات وأوضاع الشركة بهدف تخفيض المخاطر المتعلقة بعملية الإيداع والتسجيل لدى هيئة الأوراق المالية.

**ب - 1 - 2 - الطرح العام الأولي (IPOs):** يقصد بالطرح العام الأولي عملية الإصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للإكتتاب العام للجمهور، ويتجلى هذا المفهوم بشكل واضح عند تأسيس أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للإكتتاب بها من قبل المستثمرين. ويحقق الطرح العام الأولي (IPO) مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004، ص 23.  
<sup>2</sup> بن قنجة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 08.

- توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في المستقبل.
  - إمكانية تحسين الصورة المؤسسية للشركة عبر فرض الزامية الإفصاح وتعزيز الثقة لدى الجمهور.
  - يحقق للمؤسسين مكاسب من خلال تنوع محافظهم الاستثمارية.
  - مرونة أكبر في تسويق وتوزيع الإصدار الجديد.
- ومقابل هذه المزايا قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على الشركة من خلال تكلفة الإصدار، ومتطلبات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات الذي قد تفقد الشركة مكانتها التنافسية أمام الشركات الأخرى التي تروج ل طرح أسهم جديدة. وتتطلب عملية الطرح العام الأولي تشكيل فريق يتكون من الإدارة والمستشار القانوني للشركة وبنك الاستثمار (متعهد التغطية) ومستشاره القانوني والمحاسبين المستقلين، وغيرهم من المرشدين الماليين. وفي بعض الأحيان قد تستعين الشركة بشركة علاقات عامة متخصصة بالشؤون المالية والاستثمارية لمساعدة الشركة في إعداد النشرات اللازمة لترويج الإصدار الجديد ميدانياً. تأخذ الاجراءات المعتمدة للطرح العام الأولي فترة زمنية طويلة، مدتها تعتمد على مدى جاهزية الشركة ومدى توفر المعلومات ودقتها في بيان التسجيل، هذا بالإضافة إلى ظروف السوق. وفي كل الأحوال إن الاجراءات المعتمدة في عملية الطرح العام الأولي تشمل:
- ايداع بيان التسجيل لدى هيئة الأوراق المالية لغرض مراجعته من قبل فريق متخصص للتحقق من صحة ودقة المعلومات المتاحة في البيان بالجزء الأول والثاني عندها تبدأ فترة الانتظار.
  - في حالة تسجيل ملاحظات من هيئة الأوراق المالية أو النواقص حول المعلومات المتاحة في بيان التسجيل، يتطلب من إدارة الشركة إعداد بيان التسجيل المعدل.
  - إعداد نشرة الإصدار الأولية preliminary prospectus وتوزيعها على عموم المستثمرين للحصول على مؤشرات أولية عن الإصدار وحجم الطلب.
  - القيام بجولات ميدانية لتسويق الإصدار لتعريف الجمهور بنوع وطبيعة الأوراق المالية المزمع إصدارها.
  - إجراء التحقق الشامل بعقد إجتماع لفريق الطرح العام للتأكد من جميع الوثائق والمعلومات المتعلقة بالإصدار قبل سريان بيان التسجيل. والتفاوض بشأن حجم وسعر الإصدار، مع الأخذ بعين الاعتبار الأداء المالي للشركة، ظروف سوق المال، والأسعار المقارنة بمنافسين وصورة الشركة لدى الجمهور.
  - عقد إتفاقية التغطية مع أحد أو مجموعة بنوك الاستثمار تتضمن الضمانات المقدمة من قبل الأطراف.
  - إجراء عملية الاقفال closing، بتسليم الأوراق المالية إلى متعهد التغطية واستلام قيمتها في اجتماع يضم جميع الأطراف وعادة يكون الاقفال بتاريخ ما بعد تاريخ نفاذ الطرح العام، مع مراعاة حجم الإصدار، فإذا كان الحجم صغير يكون الاقفال بعد استكمال مدة البيع، أما الإصدار الكبير فإنه يستغرق أسبوعاً واحداً أو أسبوعين بعد تاريخ نفاذ الطرح العام أو سريان نشرة الإصدار.
- ب - 1 - 3 - الطرح (الاكتتاب) الخاص Private Placement:** يقصد بالاكتتاب الخاص عملية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محددة من المؤسسات المالية والأفراد بموجب صفقات خاصة، إذ تحاول الشركة المصدرة البحث من خلالها عن مشتري رئيسي أو مجموعة من المشتريين لشراء

الإصدار كله.<sup>1</sup> وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل في هيئة الأوراق المالية كما هو الحال في الطرح العام الأولي (IPO). وبذلك تستطيع الشركة المصدرة أن تخفض كلف الإصدار وتجنب إعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية الطرح العام. لآكن تفقد الورقة المالية نتيجة لذلك جزء من مرونتها في التسييل، وعليه فإن المستثمر يدفع سعر منخفض بالإصدار. وطالما أن الإصدار في حالة الاكتتاب الخاص معفى من شروط التسجيل، فإن الشركة غير ملزمة بعمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، وبذلك تستطيع أن تتجنب الانكشاف على الشركات المنافسة التي تنوي إصدار أوراق جديدة، كما تحمي أنشطتها التشغيلية والمحافظة على السرية.

## ب - 2 - السوق الثانوية Secondary Market

يقصد بالسوق الثانوية بأنها سوق الإصدارات القائمة والجديدة، وهي مقر تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة<sup>2</sup>، فعن طريقها تتحقق آلية العرض والطلب على الورقة المالية، من خلال الأوامر المتدفقة من الزبائن إلى الوسطاء والسامسة. يتضح من مفهوم السوق الثانوية أن الفرق الأساسي بينها وبين السوق الأولية هو أن الأموال تتدفق من المشتري إلى البائع، وليس هناك علاقة مباشرة مع مصدر الورقة المالية، لذلك هذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري. ومثل هذه الخاصية تكسب السوق الثانوية صفة الأسواق المستمرة التي تعني أن الأسعار تتحدد يومياً من خلال تدفق الأوامر من المشتري إلى البائع عبر الوسطاء والسامسة. كما إن أهمية السوق الثانوية تتجلى من خلال كونها تضيفي صفة العمق والانتساع للورقة المالية وتوفر المرونة النسبية في تسييلها، هذا بجانب كفاءة وفاعلية السوق تحقق القيمة العادلة للورقة المالية. كذلك إن هذه الأسواق توفر معلومات منتظمة تمكن المستثمرين من الكشف عن الأسعار المناسبة والمقبولة من قبلهم، وهي بذلك تساهم في تخفيض كلفة البحث عن الأصول المالية. وتصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها وطبيعة المتعاملين في السوق، فهناك السوق المنتظمة والسوق الموازية والسوق الثالث والسوق الرابع.

ب - 2 - 1 - **السوق المنتظمة:** هي سوق الأوراق المالية المدرجة، والتداول بها يكون بموجب قواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وطبق لمواعيد دورية وبطريقة المزايدة العلنية. لذلك فإن أهم ما يميز هذه السوق أن لها هيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من قبل لجنة تسمى لجنة السوق أو البورصة، وأعضاء لجنة السوق (البورصة) منتخبين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة، وتتحدد مهام لجنة السوق بإدارة وتنظيم عملية التداول بالأوراق المالية عبر الوسطاء المسجلين والمجازين من قبل لجنة السوق. تكمن أهمية السوق المنتظمة في كونها توفر علانية للصفقات وحرية المساومة عبر آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، هذا بجانب أن التشريعات التي تضعها لجنة السوق توفر الحماية للمتعاملين وضمان حقوقهم، لذلك تضع لجنة السوق المنتظمة شروطاً لإدراج الورقة المالية والتي

<sup>1</sup> السيدة عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 10.

<sup>2</sup> نسيلي جهيدة، الهندسة المالية للمؤسسة والأسواق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2015، ص 10.

تتعلق بعدد المساهمين، وعدد الأسهم التي يمسكها الجمهور، والقيمة السوقية للأسهم، والأرباح قبل الضريبة في السنوات الأخيرة. وتوفر شروط الإدراج للجهة المصدرة للورقة المالية مزايا أهمها:

- ✓ الإدراج وسيلة إعلان مجانية للورقة المالية وتزداد فاعلية الإعلان كلما نشط تداولها.
- ✓ يولد الإدراج انطباعاً إيجابياً لدى المستثمرين عن المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة للورقة المالية مما يسهل حصولها على إحتياجاتها المالية بكلفة أرخص.
- ✓ يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بعملية التقييم.
- ✓ الإدراج وسيلة ضمان للمتعاملين تجاه الغش والتضليل والصفقات الوهمية.

تجدر الإشارة هنا إلى أن شروط الإدراج تعتمد على درجة نضوج وتطور السوق لذلك فهي تختلف بين الأسواق المالية، والشركة التي ترغب في إدراج أسهمها في السوق المنتظمة عليها أن توفر الشروط اللازمة للإدراج ودفع الأجر الخاصة بعملية الإدراج. وتجري عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة عبر الوسطاء والسماسة المسجلين لدى السوق من خلال المقاعد التي يمتلكونها في قاعة التداول، فالوسيط تاجر يحتفظ بمخزون ويكون على استعداد دائم لبيع وشراء الورقة المالية وعند أية لحظة زمنية لضمان التوازن في تدفق أوامر السوق. وهم بذلك صناع السوق، ويطلق عليهم في بعض الأحيان بالمختصين، إذ يتخصص كل وسيط بورقة مالية أو مجموعة محددة من الأوراق المالية وحسب تعليمات لجنة السوق. أما السماسرة فهم يمارسون وظيفة الجمع بين المستثمرين في حالة البيع والشراء، ولا يحتفظ بمخزون. أي أن عمله ينصب في الإعداد للصفقات حتى على مستوى الوسطاء، ولذلك يطلق عليه بسمسار العمولة. كما يوجد هناك سمسار القاعة الذي ينفذ الأوامر لسمسار العمولة وعلى أساس أجر معين.

**ب- 2-2 - السوق الموازية Over The Counter:** يستخدم مصطلح السوق الموازية أو غير المنتظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنتظمة،<sup>1</sup> وهي عبارة عن شبكة اتصالات متطورة تربط الوسطاء المنتشرين جغرافياً، وعبر هذه الشبكة تتدفق الأوامر لتنفيذ الصفقات بيعاً وشراءً على الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنتظمة وعلى أساس التفاوض على السعر. يتضح من التعريف أن هذه الأسواق ليس لها هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، كما أن الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تتوفر بها شروط الإدراج في السوق المنتظمة. وفي الغالب تظم شركات صغيرة الحجم ومحلية والتي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة. ولكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة ومعروفة تفضل الإدراج في السوق الموازية على الرغم من إمتلاكها شروط الإدراج في البورصة المنتظمة، وذلك تجنباً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات. تدار السوق من قبل التجار (الوسطاء)، الذين ينفذون الصفقات على أساس الاحتفاظ بمخزون، وبأسلوب التفاوض على السعر. وقد يلعب كل تاجر دور بائع جملة أو تجزئة أو الاثنين معاً، وبذلك يكتسب التجار في السوق الموازية صفة صناع

<sup>1</sup> رسمية قرياقص و عبد الغفار حنفي، أسواق المال، دار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص 50.



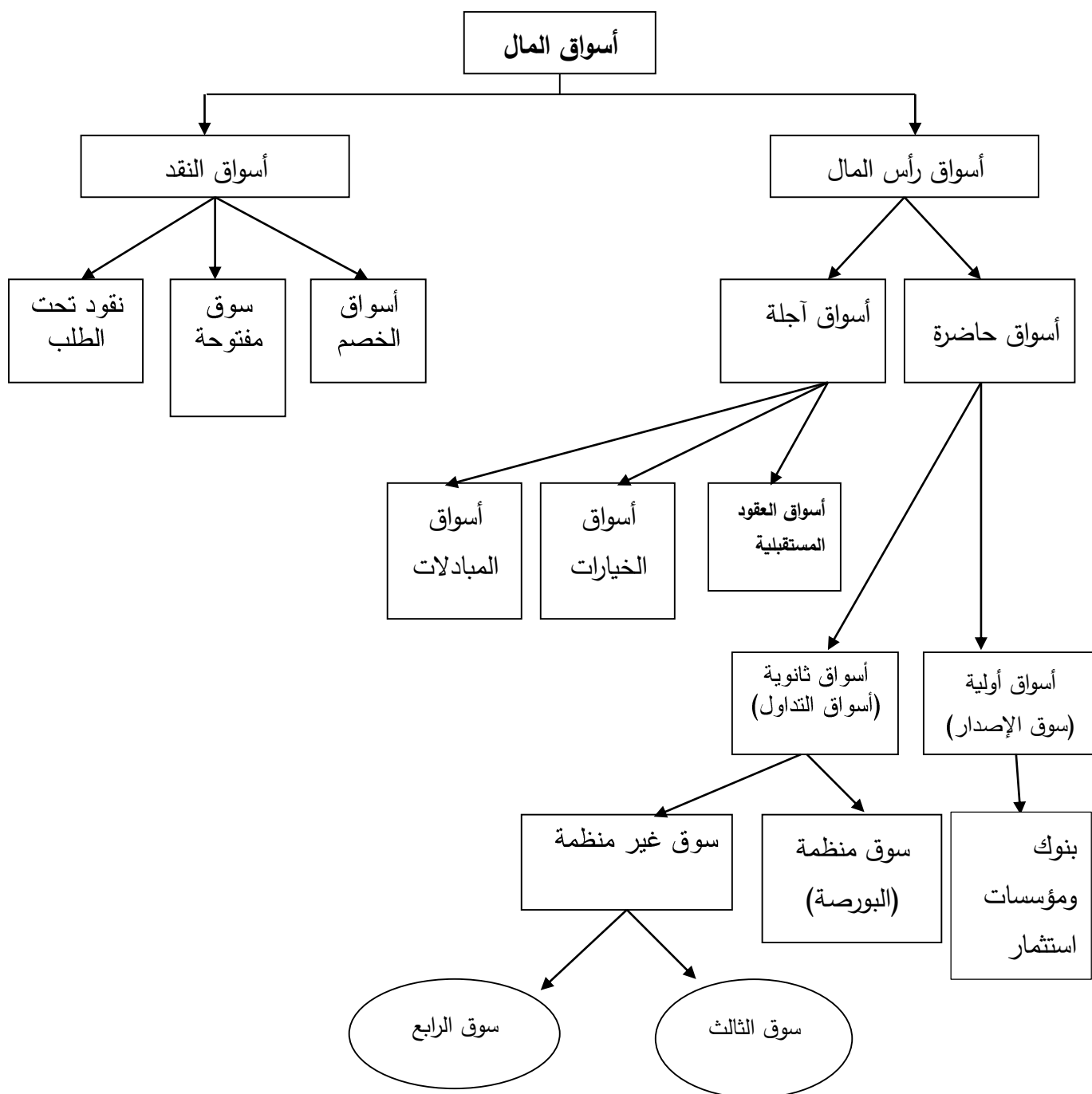
للسوق. من أفضل التجارب على السوق الموازية هو سوق ناسداك Nasdaq في أمريكا الذي تأسس عام 1971 في إطار الجمعية الوطنية لوسطاء الأوراق المالية NASD.

يعد سوق ناسداك ثاني أكبر الأسواق المالية في أمريكا من حيث حجم التداول بالدولار، وينظم الوسطاء في السوق عبر شبكة اتصالات إلكترونية متطورة من خلال محطات حاسوب طرفية. من أهم الانتقادات التي توجه إلى السوق الموازية فقدانها لآليات السيطرة على الأسعار، مقارنة بالسوق المنتظمة، إذ في حالة عدم توازن أوامر البيع والشراء والارتفاع غير المبرر في الأسعار، قد يؤدي إلى انهيار السوق. فيما تقوم هيئة الأوراق المالية في السوق المنتظمة بتثبيت آليات التداول وأحياناً التدخل في السيطرة على تدهور الأسعار أو ارتفاعها بشكل غير منطقي.

**ب-2-3- السوق الثالثة Third Market:** نمت هذه الأسواق منذ بدايات عام 1960 كسوق منافس للأسواق الدين والموازية، ويرجع سبب نموها لرغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسسين في تخفيض كلفة الصفقات و تجنب الدخول إلى الأسواق المنتظمة ذات العمولات الثابتة الغير قابلة للتفاوض. وتعود رغبة هؤلاء المستثمرين في تخفيض العمولات المدفوعة إلى شركات السمسرة بسبب حجم الصفقات الكبيرة التي يتعاملون بها. وتشكل صناديق التقاعد وصناديق الوصاية التي تدار من قبل البنوك التجارية القطاع الأكبر استثماراً في هذه السوق. هيكل السوق يتكون من شركات السمسرة الغير عضو في السوق المنتظمة، لذلك هذه الشركات لديها القدرة على تخفيض العمولات من الصفقات، كونها لا تتحمل أية رسوم تسجيل أو عضوية كما هو الحال بالسماسرة والوسطاء المسجلين في السوق المنتظمة.

**ب-2-4- السوق الرابع Fourth Market:** تشير هذه الأسواق إلى الصفقات التي تتم بين المستثمرين الأفراد والمستثمر المؤسسي بدون تدخل السمسار، وعلى الأوراق المالية في السوق المنتظمة والسوق الموازية. والسمة الأساسية لهذه السوق السرعة في اتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جداً. هيكل السوق الرابع تتخذ صيغتين، الأولى Electronic Communication Network وتمثل شبكة اتصالات إلكترونية ويرمز لها ECN، وعبر هذه الشبكة يتم إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين وبسرعة وشفافية، وبدون إعلان للهوية الشخصية للمتعاملين. وبذلك يتجنب المتعاملين هامش البيع والشراء الذي يطلبه السماسرة والوسطاء في السوق المنتظمة والسوق الموازية. إن قيام الشبكة بعدم اظهار هوية المتعاملين، قد تنال رغبة العديد من المستثمرين الكبار الذين لا يرغبون بالانكشاف على الجمهور، خوفاً من رفع الاسعار على صفقاتهم الكبيرة. لذلك تشكل تعاملات الشبكة نسبة 40% من حجم التداول في سوق نازداك للأسهم. أما الصيغة الثانية للسوق الرابع، هي شبكات التقاطع Crossing Network، وهي نظام لتنفيذ صفقات متقابلة للمتعاملين في حالة البيع والشراء وعبر الحاسوب. وتقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي وفي آن واحد وعلى أساس السرعة وبكلفة منخفضة. وهناك أربعة شبكات تقاطع تعمل الآن في الأسواق المالية الأمريكية تنفيذ الصفقات المتقابلة منها شبكة ITG posit وبورصة أريزونا الأمريكية للأسهم AZX، وشبكة OptiMark وشبكة Instimnet .

شكل رقم (01): أقسام السوق المالي



**المصدر:** محمد صالح الحناوي، جلال شموط: "بورصة الأوراق المالية، بين النظرية والتطبيق"، الدار

الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 38.



## الفرع الثاني: ماهية الاستثمار

يعتبر القرار الاستثمار أمر محوري في حياة المؤسسة، والسؤال الذي يطرح نفسه هو ما هي الاستثمارات التي يجب على المؤسسة تحقيقها وما هي تلك التي يجب التخلي عنها؟ وفي نفس السياق يطرح سؤال آخر هو ما هي المعايير المتبعة في ذلك؟<sup>1</sup> لإظهار علاقة السياسة الاستثمارية بالسياسة المالية قام كل من جونسن و ماكلين (1976) بدراسة استنتجا من خلالها على أنه و بناءً على نظرية الوكالة أن الفرص الاستثمارية هي التي تحدد تكلفة تعارض المصالح بين مختلف المتعاملين وبالتالي التأثير على السياسة المالية للمؤسسة، لكن وبأخذ بعين الاعتبار أن الفرص الاستثمارية هي غير أكيدة أو إمكانية التفاوض حول العقود المبرمة يعطي حدود تصورية للنظرية التعاقدية ( la théorie contractuelle)، حيث أظهرت دراسة ميدانية في الولايات المتحدة أنه يوجد محددات أخرى للسياسة الاستثمارية منها: الضرائب، تكلفة الإفلاس... إلخ.<sup>2</sup>

**أولاً - مفهوم وأهداف الاستثمار:** مثل جميع المصطلحات واسعة الاستعمال، يأخذ مفهوم الاستثمار معاني مختلفة وذلك حسب وجهات النظر المتبناة، على العموم يمكن التفريق بين ثلاث مفاهيم رئيسية:

- **من وجهة نظر اقتصادية:** الاستثمار هو تحقيق أو اقتناء رأس مال ثابت، بمعنى تجميع لعوامل مادية تستخدم أساساً للإنتاج والتواصل، هذه الأصول الصناعية أو التجارية ترفع من القوة الاقتصادية للمؤسسة وتشمل مختلف مسارات الإنتاج المختلفة .

- **من وجهة نظر المالية:** هو عبارة عن رصد نقود من أجل شراء أصول صناعية أو مالية، فهو قرار لتثبيت (immobiliser) رأس المال، بمعنى الالتزام بنفقات حالية من أجل الحصول على أرباح على امتداد فترات متتالية. هذا التصور يوسع بشكل كبير من مفهوم الاستثمار، فهو لا يهتم فقط بنفقات اقتناء الأصل ولكن كل النفقات الغير مرتبطة أنيا أو مباشرة بعمل المؤسسة.

- **من وجهة نظر محاسبية:** مفهوم الاستثمار هو مرتبط مباشرة بتحويل النفقات إلى جانب الأصول الثابتة في الميزانية العامة (تثبيات غير مادية، مادية و مالية). هذه الأصول، باستثناء الأراضي، الأصول المالية والغير المادية ذات الاستخدام المحدود، هي عناصر تخضع لإجراءات الإهلاك. هذا المفهوم يعتبر أكثر تحديد من المفهوم الاقتصادي والمالي، من الناحية العملية فإن المسؤولين في المؤسسة يتوسعون في المفهوم المحاسبي من خلال القول بأن الاستثمار هو عملية تثبيت للأموال طويلة المدى (أموال خاصة وديون).<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Armand THAUVROU ; choix d'investissement ; édition thèque ; 2003 ; page 04.

<sup>2</sup> - C.Moussu et C.Thibierge ; politique financière, opportunités d'investissements et actif incorporels en Europe, cahier de recherche d'école supérieur de commerce de Paris N 96 ; 129 ; Mars 1996 ; page 05.

<sup>3</sup> -P. Conso ; op.cit ; page 377.

من بين التعريف الشاملة التي أعطيت للاستثمار أنه استخدام الموارد المتاحة في أصول متنوعة بهدف الحصول على عائد مقابل تحمل أدنى درجة من المخاطر، وكذلك هو التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية محددة من أجل الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة.<sup>1</sup> كما تتباين أهداف الاستثمار حسب الإمكانيات المالية المتاحة للمستثمر ومستوى وطبيعة طموحاته الاقتصادية وما يتوفر لديه من معلومات بشأن فرص الاستثمار المختلفة وما يسود من مناخ استثماري في محيط نشاطاته. ومع كل ذلك يمكن التركيز بشكل عام على الأهداف التالية :

أ. الحفاظ على الأصول المادية والمالية التي يمتلكها المستثمر أو يحق له التصرف بها، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة. إن هدف الحفاظ على الأصول الأرسالية يعد أمراً استراتيجياً لأن التضحية بجزء من هذه الأصول أو كلها إما أن تؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في نشاطات سابقة أو تجعله تحت طائلة الديون دون أن يتمكن من الإيفاء بها في الوقت المناسب وفق الشروط المحددة، لذلك لا بد من الاهتمام الجاد بمسألة الاستخدام الكفؤ للأصول المستثمرة.

ب. تحقيق عوائد مستقرة، أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة، وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب وتتجاوز التكاليف الفرضية الناتجة عن البدائل الأخرى من جانب آخر.

ت. استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر (الاعتيادي) إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة لعدة أسباب منها:

- تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل.

- إيفاء الديون المستحقة وبنفس العملة التي تم تمويل هذه الديون بها.

- مواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والصحية.

ث. استمرار الدخول وزيادتها بوتيرة متصاعدة: ويعتبر هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتأكيد رغباته في رفع مستويات معيشته ومن ثم قدرته الإنتاجية.

### ثانياً - الاستثمار في الفكر الاقتصادي الوضعي:

تظهر أهمية عنصر الاستثمار كمتغير اقتصادي، من خلال الدور الذي يلعبه في مسار النظام الاقتصادي وتطوره حركياً، ولاسيما وأنه وثيق الارتباط بمتغيرات الادخار والدخل والاستهلاك، ومستوى التشغيل، ومستوى النمو والتنمية. وفي هذا الشأن يفسر الاستثمار الفكر الاقتصادي الكلاسيكي من خلال علاقته بالادخار، وفي الفكر الاقتصادي الماركسي يفسر مفهوم الاستثمار من خلال تطرق كارل ماركس إلى نظرية القيمة وفائض القيمة، وكذا علاقته بالتراكم والفائض الاقتصادي ورأس المال، أما المدرسة الكينزية وضحت متغير الاستثمار عن طريق العلاقة التي تربطه بالاستهلاك والادخار والدخل، وأيضاً الكفاية الحدية لرأس المال، والنمو الاقتصادي.

1 - قاسم نايف علوان؛ ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة ن ت؛ عمان؛ 2009؛ ص31.

**أ- الاستثمار في الفكر الكلاسيكي:**

إن النموذج الكلاسيكي يقوم بتحليل وتحديد مفهوم الاستثمار من خلال إبراز العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار، في حين يعتبر الفكر الكلاسيكي أن التراكم كمصدر للنمو الاقتصادي مثلما أوضحه آدم سميث (A.smith). وفي هذا الشأن نتطرق إلى كيفية تحديد الادخار لمتغير الاستثمار، ثم إظهار الأسباب التي تدعو إلى الادخار، ووظيفة تقسيم العمل ودوره في تراكم رأس المال، وأخيرا تقييم النظرية الكلاسيكية لمفهوم الاستثمار. حيث إن الكلاسيكيين ركزوا إهتمامهم على شروط التطور والنمو الاقتصادي، واهتدوا فعلا إلى فكرة الفائض الاقتصادي المتمثل في الادخار، وحاولوا إيجاد العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار، وأقاموا عليها تحليلهم المعروف بنظرية تكوين رأس المال.

الادخار في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو القوى الشرائية السائلة والمتوفرة، والتي يتم أستبعاد استعمالها في الاستهلاك، بقصد استخدامها على أوجه الحصول على اللوازم من المواد الغذائية للعمال، والمواد الأولية وأدوات العمل في مختلف الورشات. وهو إذن عملية استثمار يترتب عنها بناء طاقة إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم وبالتالي فإن الكلاسيكيين قد نظروا إلى الادخار على أنه مصدر للاستثمار والعلاقة بينهما علاقة وطيدة. ويعتبر آدم سميث أن الادخار والعمل شرطين ضروريين لإثراء الأمة، ويشاركه في الرأي جميع رواد الفكر الكلاسيكي منهم دفيد ريكاردو وجان باتيست ساي. وطالما أن الادخار يعتبر مصدر التراكم الرأسمالي، وبالتالي مصدر للثروة كما يرى آدم سميث. فإن ارتفاع حجمه يستلزم انخفاض الأجور، مما يجعل الاثنين إذن في حالة عكسية. ولا يكفي انخفاض الأجور لإحداث التراكم الكبير والسريع عند الفكر التقليدي بل لابد أيضا من تخفيض الربح. لأن الصناعة هي النشاط الذي يتم فيه تكوين رأس المال و ليس الزراعة، أي أن الطبقة الرأسمالية تخصص جزءا كبيرا من الأرباح لأغراض التراكم، وبالتالي يعتبر الربح مصدر أساسي للادخار والعلاقة التي تربطها علاقة طردية. وهكذا اهتم التحليل الكلاسيكي بالادخار لاعتباره كشرط ضروري الذي يسبق العمل لتدعيم التنمية الاقتصادية، ولما له علاقة دائمة بالاستثمار<sup>1</sup>.

**ب- الاستثمار في الفكر الماركسي:**

إن النتائج التي توصلت إليها المدرسة الكلاسيكية، كانت مخالفة لنتائج أفكار المدرسة الماركسية، رغم وجود بعض التشابه في التحليل، حيث أخذ كارل ماركس مفهوم نظرية القيمة عن الكلاسيكيين، غير أنه وصف النظام الرأسمالي الذي حكم عليه بالزوال، ويرى أن العلاقات الاجتماعية مرتبطة ارتباط وثيق بقوى الإنتاج، وفي هذا المضمار نتطرق لبعض الأفكار المهمة لدى ماركس وعلاقتها بالاستثمار حسب المحاور التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> عبد القادر بابا. سياسة الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة. أطروحة الدكتوراه. جامعة الجزائر، 2004. ص 03-04.

<sup>2</sup> بن لخضر عيسى. سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة. أطروحة دكتوراه. جامعة سيدي بلعباس. 2019. ص 31-32.

- يعتبر ماركس أن قيمة سلعة ما تقاس بالعمل الذي تضمنته تلك السلعة، أي بعدد الساعات التي استغرقتها تحويل وإنتاج السلعة.

- يتمحور تحليل كارل ماركس في نظرية فائض القيمة (la plus-value) على أن الرأسمالي يشتري من العامل قوة عمله ويدفع له قيمة لقاء ذلك، ويتحدد قيمة قوة العمل كأى سلعة أخرى بوقت العمل الضروري لإنتاج السلع التي يحتاج إليها لمعيشته ومعيشة عائلته. وهكذا يجعل صاحب رأس المال من الفارق الموجود بين قيمة المادة، أي العمل وقيمة الأجر، وهذا الفرق يسمى "بفائض القيمة"، وهذا المفهوم الأساسي للماركسيين لتحليل النظام الرأسمالي، أي استغلال الرأسمالي للعامل.

- علاقة الاستثمار بالتراكم، حيث يستطيع أصحاب رؤوس الأموال من جمع وتكديس الأموال نتيجة للأرباح التي يحصلون عليها نتيجة حصولهم على فائض القيمة، ويستعملون هذه الأموال في عملية الاستثمار، أي شراء رأس المال، ولقد قسم كارل ماركس رأس المال إلى قسمين:

- رأس المال الثابت والذي يتكون من الآلات والمعدات والمواد الأولية.

- رأس المال المتغير أو الدائر وهو الذي تدفع منه الأجور.

أما فائض القيمة مصدره رأس المال المتغير.

- إن الاستثمار يؤدي إلى خلق موارد إنتاجية، و بالتالي فإن سياسة التراكم تقتضي إعطاء الأولوية لقطاع إنتاج الوسائل الإنتاجية أو التوسع في الاستثمار.

- حسب كارل ماركس فإن الفائض الاقتصادي يقصد به: الزيادة في مجموع العمل تحت شكله المادي أو شكله القيمي بالنسبة للعمل الضروري، بمعنى هو عبارة عن فائض الناتج الاجتماعي الصافي عن العمل الضروري اجتماعيا للإنتاج.

كما يقسم ماركس الاستثمار إلى قسمين: أحدهما استثمار تعويضي لرأس المال بسبب الاندثار، والثاني استثمار إضافي لرأس المال، فالحالة الأولى هي إعادة الإنتاج البسيط، أما الاستثمار الإضافي لرأس المال، فهو يمثل توسيع رأس المال الثابت، عن طريق تخصيص جزء من فائض القيمة، وتحويل إلى رأس مال نقدي ورأس مال إنتاجي "المتغير والثابت"، وأن إعادة الإنتاج في هذه الحالة تعبر عن إعادة الإنتاج الموسع.

### ج- الاستثمار في الفكر الكنزي:

إذا كان الاقتصاد الكلاسيكي بوجهتين التقليدية والحديثة قائمة على نظام الإشعار الذي يعتمد في تحليله على فرضية كفاءة النشاط الخاص، الذي يركز على مشكلة الإنتاج والتكاليف الحقيقية بما في ذلك تكاليف عنصر الزمن، جاء كنيز ليخرج من هذا النطاق الضيق إلى التحليل الاقتصادي الكلي و يفتح أبوابا في مجال التحليل الاقتصادي و يستند إلى أفكار كلية مستحدثة تتناول المتغيرات الكلية الأساسية مثل الناتج القومي والإنفاق القومي. ويقوم الاقتصادي الكينزي على تفسير العلاقات والتفاعلات القائمة بين المتغيرات الاقتصادية والمتغيرات الكلية الأخرى و تحليلها مثل الاستهلاك والادخار والاستثمار.

فقد عرف كينز الاستثمار على أنه عبارة عن تيار من الانفاق على السلع الرأسمالية الثابتة الجديدة التي تؤدي إلى خلق قيمة مضافة وتوفير مناصب عمل جديدة. مستوى الانفاق الاستثماري يعتمد على رغبة مجتمع الأعمال في الاستثمار، وهو المحرك الذي يدفع هذه الفئة نحو الاستثمار وهو ما يعرف بالكفاية الحدية لرأس المال، فالإقدام على الاستثمار يأتي بعد إجراء المقارنة بين الكفاية الحدية لرأس المال وبين سعر الفائدة، فكلما كان كانت الكفاية الحدية لرأس المال أكبر من سعر الفائدة كان التوجه نحو الاستثمار قويا، وقد حدد كينز الاستثمار الذي يؤثر على مستوى التشغيل بأنه يعتمد على عاملين أساسيين هما<sup>1</sup>:

- الكفاية الحدية لرأس المال : لقد تم تعريفها من طرف كينز على أنها تساوي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية لسلسلة من النفقات النقدية كعوائد متوقعة من المخزون الرأسمالي خلال حياته الإنتاجية مساويا فقط لسعر العرض. وتعتمد الكفاية الحدية لرأس المال على:

✓ العائد المتوقع لرأس المال.

✓ سعر العرض للأدوات الاستثمارية.

✓ تكاليف تغير الأدوات الاستثمارية و تبديلها.

- سعر الفائدة : يعتبر تكلفة الحصول على الأموال المفترضة للاستثمار، إذا ارتفع سعر الفائدة انخفض الطلب على اقتراض الأموال الاستثمارية والعكس صحيح. ويعرف كينز سعر الفائدة بأنه "جزء تخلي الفرد عن النقود، أي التخلي عن الأصول السائلة (النقود) في سبيل الحصول عن أصول غير سائلة".  
و من ثم مستوى الاستثمار يتوقف على مدى الفرق بين الكفاية الحدية لرأس المال وسعر الفائدة ففي مرحلة الرخاء تكون الكفاية الحدية مرتفعة والعكس في مرحلة الكساد.

### ثالثا - الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي:

في ظل النشاط الاقتصادي الربوي، الذي يسهل نقل رؤوس الأموال من البلدان الصناعية للبلدان الإسلامية، من أجل الاستثمار في عمليات إنتاج وتمويل وتصدير السلع الأولية وكل هذا لخدمة النشاط الإنتاجي في البلدان الصناعية، ما أدى إلى تبعية ظروف الإنتاج في البلدان النامية بما فيها البلدان الإسلامية لظروف الطلب في البلدان المتقدمة.

فلا يختلف كثيرا مفهوم الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي عن مفهومه في الاقتصاد الوضعي، ومن ذلك التعريف الذي يطرحه أحمد مصطفى عفيفي والذي لا نشعر فيه بالفرق بين المفهومين، حيث يقول : فالمقصود بالاستثمار في الإسلام هو تشغيل المال لزيادة الإنتاج والاستزادة من نعم الله، وذلك لتحقيق أهداف مالية واقتصادية واجتماعية، وبنفس الطرح يعرف سيد الهواري الاستثمار بأنه : توظيف للنقود لأي أجل في أي أصل أو حق ملكية أو ممتلكات أو مشاركات محتفظ بها للمحافظة على المال أو تنميته سواء بأرباح دورية أو بزيادة في قيمة الأموال في نهاية المدة أو بمنافع غير مادية.

<sup>1</sup> محمد عمر عيدة، عبد الحميد محمد شعبان: تاريخ الفكر الاقتصادي ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون، القاهرة، 2009 . ص 476-475.

أما محمود أبو السعود فيعرفه بقوله : الاستثمار الشرعي ليس لهذا المصطلح إلا مدلول واحد هو أن يستغل المال بقصد نمائه وتحقيق ربح لصاحبه، وذلك دون مقارفة لما نهى عنه بنص صريح أو ما في حكمه حسب القواعد الكلية للشريعة .

هذا التعريف يعطي في بدايته المفهوم المشترك للاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ألا وهو استغلال المال بهدف نمائه وتحقيق الربح، وفي الشق الباقي يطرح التعريف اختلافا مذهبيا جوهريا حيث يضع للاستثمار ضابط الحلال وهو الاستثمار الشرعي، أي عدم الوقوع فيما نهى عنه بنص صريح كالتعامل بالربا، أو عدم الوقوع فيما يناقض مقاصد الشريعة، بخلاف الاستثمار في الاقتصاد الوضعي الذي لا يتقيد بضابط في سعيه للحصول على الربح المادي.

أما شوقي أحمد دنيا فيعرف الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي بأنه : جهد واع ورشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها وثمارها، وهو بذلك يوسع مجالات الاستثمار ليشمل القدرات البشرية الفكرية والجسمية والروحية.

نخلص من ذلك إلى أن الاقتصاد الإسلامي عندما يحيط العملية الاستثمارية بجملة من الضوابط والأبعاد والمقاصد لا يغلب بذلك الربح المادي، ويعظمه لوحده، وإنما يولي في موازاة ذلك عناية بالغة بالاستثمار البشري، وتجدر هنا الملاحظة بأن برامج الاستثمار في البلاد الإسلامية، لازالت بعيدة على وضع الإنسان في هذه الرتبة بوصفه وسيلة تغيير هي ذاتها وفاعليتها بقدر ما تحدث من تغيرات في نطاق النمو الاقتصادي، فالعناية بالجانب البشري يجب أن تشمل الاستثمار وكل مجالات النشاط الاقتصادي، ويتضح هذا المطلب بجلاء في قول مالك بن نبي: الاقتصاد ليس قضية إنشاء بنك وتشديد مصنع فحسب، بل هو قبل ذلك تشييد الإنسان وإنشاء سلوكه الجديد أمام المشكلات.<sup>1</sup> لذلك فإن الاستثمار الإسلامي يستهدف التنمية بأبعادها المختلفة، والتي تحقق منفعة الجميع، والتي تتمثل في الضروريات المتعلقة بمقاصد الشريعة الإسلامية وهي كما يلي:<sup>2</sup>

- **حفظ الدين** : تطبيق أركانه وأحكامه وواجباته، وتوفير القوة الدفاعية من جيش وسلاح، وإتباع أوامر الله واجتتاب نواهيه، والدعوة في سبيل الله.

- **حفظ النفس** : يستلزم توفير المأكل والمشرب والملبس والسكن والدواء، وكل ما يصون النفس ويستترها، كتوفير الأمن والخدمات الضرورية. لذا ينبغي أن يكون الاستثمار في المشاريع التي تحقق صيانة النفس، كالزراعة والصناعة، وأنشطة التجارة، ومشاريع الصناعات الحربية التي توفر الأمن.

- **حفظ العقل** : يقتضي تنميته بعلم الدين والدنيا، والامتناع عن كل ما يغييب العقل من مسكرات مخدرات، وأنواع الملاهي والمؤسسات التي تنتشر الأفكار الهدامة للإسلام، ولذا لا يجوز الاستثمار في الصناعات المحرمة، كصناعة الخمر، ومشروبات اللهو، والتي يكون فيها خطرا على عقل الإنسان.

- **حفظ النسل** : يستلزم الزواج الشرعي وتوفير متطلباته، كالأستثمار في بناء المساكن للمتزوجين.

<sup>1</sup> بن ساسي عبد الحفيظ. ضوابط الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي. رسالة ماجستير. جامعة باتنة. 2008. ص 14-15.

<sup>2</sup> بابا عبد القادر. مرجع سابق الذكر. ص 28.



- **حفظ المال**: يقصد به أن المال لله، وأن الإنسان خليفة الله في هذا المال، فينبغي المحافظة عليه وتنميته، فيما أباحه الله من أعمال ومشروعات مثمرة اقتصادية واجتماعية، وكذا أداء الحقوق الواجبة في هذا المال، وتطبيق أوامر الله و أحكامه، وعدم التعامل به في المحرمات.

**رابعا - تصنيف الاستثمارات**: يوجد عدة تصنيفات للاستثمارات نذكر منها:

1. **حسب طبيعتها**: تنقسم الاستثمارات حسب طبيعتها إلى:

- **الاستثمارات الغير مادية**: نجد في هذا الصنف الاستثمار في البحوث والتطوير (من أجل تحسين تقنيات الإنتاج)، في التسويق وفي تكوين العمال؛
- **الاستثمارات المادية**: تتمثل في تلك الاستثمارات التي تدخل في ذمة المؤسسة؛
- **الاستثمارات المالية**: تتميز باقتناء لحقوق الذمم (قرض، وديعة..) أو حقوق مالية (سندات) التي يمكن أن تتم في مدى طويل ولصالح مؤسسة أخرى.

2. **حسب الهدف منها**:

- **استثمارات النمو**: وهي موجهة من أجل ضمان امتداد المؤسسة من خلال تطوير القدرة الانتاجية أو التجارية لهذه الأخيرة.
- **الاستثمارات الانتاجية**: الهدف الوحيد منها هو السماح للمؤسسة بتخفيض تكاليف الانتاج وبالتالي تحسين مردودية الاستغلال. داخل المؤسسة تدعي هذه الاستثمارات باستثمارات العقلنة أو العصرية.
- **استثمارات الاستبدال**: تلف واهتلاك معدات الانتاج يتطلب بشكل دائم تجديدها، إذ قد يؤدي عدم التجديد إلى خسائر معتبرة في الانتاج وفي نتيجة الاستغلال.
- **الاستثمارات ذات طابع استراتيجي**: تتعلق بشكل كبيرة بمستقبل المؤسسة وبالتالي فهي تتمتع بدرجة مرتفعة من عدم التأكد.<sup>1</sup>
- **الاستثمارات الاجتماعية**: هذه الاستثمارات الهدف منها هو تحسين الأجواء الاجتماعية و حياة الموظفين لدى المؤسسة.

- **الاستثمارات التنظيمية**: الهدف منها تغيير تنظيم وهيكل المؤسسة.

- **استثمارات ترويجية (Prestige)**: تهدف إلى تحسين صورة المؤسسة.<sup>2</sup>

3. **تصنيف الاستثمارات حسب طبيعة علاقتها المتبادلة في البرنامج الاستثماري**:

- تصنف هذه الاستثمارات وفقا لدرجة التبعية المتبادلة للمشاريع، أو العلاقة الموجودة بين البرامج الاستثمارية، وفي هذا الصدد يفرق بين ثلاثة أنواع من الاستثمارات كما يلي:<sup>3</sup>
- **المشاريع المستقلة**: وهي المشاريع التي تكون التدفقات النقدية لأحدهما لا تتأثر بقبول أو رفض المشروع الثاني، أي عند إنجاز أحد المشاريع، هذا لا يقتضي بالضرورة إنجاز المشاريع الأخرى.

<sup>1</sup> - Jean-Luc BAZET. CHRISTAIN Guyon ; op.cit ; page 68-69.

<sup>2</sup> - L. HONORE ; Gestion financière ; Nathan ; Paris ; 2001 ; page 106.

<sup>3</sup> فركوس محمد. الموازنات التقديرية. ديوان المطبوعات الجامعية. 1995. ص 168.

- المشاريع المكتملة: يتجسد هذا النوع من الاستثمارات إذا نتج عن اختيار أحد المشروعين، يؤدي إلى زيادة في إيرادات المشروع الثاني، أو انخفاض في نفقاته.
- المشاريع المترافقة: نفترض لدينا مشروعين استثماريين ونقول أنهما مترافقان إذا أدى قبول أحدهما، هذا يؤدي إلى ضرورة قبول الثاني وإذا أدى رفض أحدهما يؤدي إلى ضرورة رفض الثاني.

### الفرع الثالث: معايير المفاضلة بين الاستثمارات

بعد تحديد التدفقات النقدية الضرورية الخاصة بالاستثمار وتلك التي من المتوقع أن ينتجها استغلال هذا الاستثمار فإنه يجب تطبيق بعض المعايير أو القواعد لاتخاذ القرارات من أجل تحديد ما هي الاستثمارات التي يتم تبنيها<sup>1</sup>، هذه المعايير مرتبطة سواء بالمردودية أو بالخطر الذي ينتجها هذا الاستثمار، أو من خلال التحكيم بينهما<sup>2</sup>.

(1) **معايير المفاضلة في ظل ظروف التأكد:** في هذه الحالة يوجد نوعين من المعايير:

أ- المعايير المعتمدة على المردودية:

- فترة الاسترداد (الاسترجاع): يقصد بها تلك الفترة التي تسترجع فيها المشاريع تكاليف الاستثمار، أو الفترة التي تتساوى عندها التدفقات الداخلة والخارجة، وكلما كانت فترة الاسترجاع أقصر يكون المشروع الأفضل.

- معدل العائد المتوسط: ويسمى أيضا بمعدل العائد المحاسبي، ذلك لأنه يعتمد على نتائج الأرباح والخسائر في القيود المحاسبية، وبالتالي فهو عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي إلى متوسط التكاليف الاستثمارية وبعد خصم الاستهلاك والضريبة. المهم في هذه القضية هو فيما يتعلق بضرورة مقارنة النتيجة المحصلة مع سعر الفائدة السائدة في السوق، ويعتبر مقبولا اقتصاديا عندما تكون النتيجة أكبر من سعر الفائدة السائدة في السوق والعكس صحيح.

من بين الانتقادات الموجهة إلى هذه المعايير هو إهمالها للقيمة الزمنية للنقد وتوقيتها بالإضافة إلى إهمال المكاسب التي يمكن أن يحققها المشروع بعد استرداد رأس ماله والمتمثل في القيمة المتبقية<sup>3</sup>.

ب- المعايير المعتمدة على التحيين: تسمح هذه التقنيات بتقييم التدفقات النقدية المستقبلية بقيمتها الحالية وذلك باستخدام معدل بأخذ في الحسبان معدل التضخم والخطر المرتبط بهذه النفقات<sup>4</sup>.

• القيمة الحالية الصافية (VAN): من أجل تحديد ما إذا ان المشروع قابل للتحقيق أم لا، فإنه يجب تحديد القيمة المضافة التي تحققها، ولكن هذه القيمة تتغير مع مرور الزمن، فلوقت ثمن، ولتحديد هذا الثمن يعتبر هذا المعيار من أهم المعايير المستخدمة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Georges Legros, mini manuel de finance d'entreprise ; Dunod ; Pris ; 2010 ; page 137.

<sup>2</sup> - Dov Ogien. Gestion financière de l'entreprise ; Dunod ; Paris ; 2008 ; page, 104.

<sup>3</sup> - قاسم نايف علوان؛ مرجع سابق؛ ص85.

<sup>4</sup> - Daniel Autraigue, choix d'investissement et de financement ; page 09.

<sup>5</sup> - Arnaud Thauvron ; op.cit ; page 06.



تكون طريقة حساب القيمة الحالية الصافية بالطريقة التالية:

$$VAN = -I_0 + F_1(1+k)^{-1} + F_2(1+k)^{-2} + \dots + F_n(1+k)^{-n}$$

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

أو بطريقة مباشرة:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

F: هي القيمة المستقبلية للتدفقات النقدية؛

t: معدل التحيين؛

n: هي فترة التحيين؛

I<sub>0</sub>: قيمة الاستثمار.

- معدل العائد الداخلي : يمكن أن نعرف هذه التقنية بأنها معدل الخصم الذي تتساوى عنده قيمة التدفقات الداخلية مع قيمة التدفقات الخارجة، أو بصيغة أخرى هو معدل الخصم الذي يعطي قيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوية لقيمة المشروع.<sup>1</sup> ويمكن التعبير عن الصيغة التالية:

$$TIR = T: I_0 = \sum_{t=1}^n F_t (1+k)^{-t} : VAN = 0$$

- مؤشر الربحية (IP): تتعامل هذه التقنية مع القيمة الزمنية للنقود، ويطلق عليها أحيانا بتقنية التكلفة/العائد، ونقطة الاختلاف بينها وبين تقنية القيمة الحالية، هو أنه إذا كانت القيمة الحالية تحدد العائد الصافي للوحدة النقدية المستمرة، فإن مؤشر الربحية يحدد العائد الإجمالي للوحدة النقدية المستمرة.<sup>2</sup> ويمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$IP = \left(1/I_0\right) \sum_{t=1}^n F_t (1+k)^{-t}$$

- (2) اتخاذ قرار الاستثمار في بيئة عشوائية: في هذه الحالة يتم إدخال عامل المخاطر في عملية اتخاذ القرارات، فتحليل المخاطر يعتمد على دراسة احتمالات أن يعطي المشروع نتائج مرضية بالإضافة إلى تغير في التدفقات حسب فترة دخولها المتوقعة. من بين هذه المعايير نجد:

1 - قاسم نايف علوان؛ مرجع السابق؛ ص 89.

2 - نفس المرجع؛ ص 91.

- **معيار لابلاس:** يعتمد هذا المعيار على حساب متوسط التدفقات النقدية المحيطة من أجل اختيار أكبر متوسط من بين المشروعات المقترحة.
- **معيار أعظم الأعظم (Maximax):** يعتمد هذا المعيار على اختيار أكبر قيمة من بين القيم المطروحة لمختلف المشاريع، وهي استراتيجية هجومية متفائلة ومخاطرة في آن واحد.
- **معيار أعظم الأقل (Wald (Maxi min):** يطرح كمبدأ لضمان أدنى النتائج الممكنة بتجنب الأخطار الأكثر أهمية، حيث تكون الاستراتيجية النتيجة الأقل من النتائج الأكبر في أي عملية لاتخاذ القرارات.
- **معيار سفاج (Savage):** يفضل هذا المعيار الالتزام بالحذر الشديد أثناء اتخاذ قرار الاستثمار، وهو مبني على مبدأ الندم حيث يتم اختيار القيمة الأكبر لكل مشروع وبعد ذلك يتم اختيار المشروع ذو القيمة الأقل.<sup>1</sup>
- **تحليل الحساسية:** الهدف من هذا التحليل هو التحقق من حساسية القيمة الحالية الصافية أو معدل مردودية الداخلي لمشروع معين من مجموعة من المتغيرات.<sup>2</sup> فهو يقوم على مبدأ ماذا يحدث لو أن متغير خارجي أثر على القيم المختارة؟<sup>3</sup> بوجه عام يمكن استخدام عدة طرق لإجراء تحليل الحساسية بغرض المساعدة في تقييم المشروعات الاستثمارية، يشار إلى الطريقة الأولى بالطريقة التقليدية لإجراء تحليل الحساسية أو طريقة النسب المئوية للتغير، فحين يشار إلى الطريقة الثانية بدليل الحساسية وللطريقة الثالثة بمعامل الحساسية. سنتطرق هنا إلى معيار واحد هو دليل الحساسية. فقد يتم إعداد دليل حساسية لكل عنصر من عناصر اقتصاديات تشغيل المشروع الاستثماري، حيث يعبر الدليل عن تغيرات معدل العائد الداخلي بالنسبة لتغيرات كل عنصر على النحو التالي:

$$IS = \frac{(DTIR) \times I_0}{(I_F - I_0) \times 100}$$

حيث أن:

Is: دليل الحساسية، (DTIR): التغير المطلق في معدل العائد الداخلي.

I<sub>0</sub>: القيمة المبدئية للعنصر محل التحليل، I<sub>F</sub>: القيمة النهائية للعنصر.

فكلما ارتفع دليل الحساسية كلما دل ذلك على المدى الكبير لحساسية معدل العائد الداخلي للتغيرات التي تحدث في العنصر المحلل. لكن بالرغم من المزايا التي يقدمها تحليل الحساسية إلا أنه هناك بعض الانتقادات وجهت له كتجاهل الارتباط الزمني بين التدفقات النقدية حيث أن تقديرات سنة تعتمد على تقديرات سنة سابقة.

<sup>1</sup> -DOV Ogien ; op.cit ; page 117.

<sup>2</sup> - P. Conso ; op.cit ; page 103.

<sup>3</sup> - B.Bachy et C.Harache ; Toute la fonction de la finance ; op.cit ; page 136.

### الفرع الرابع: مفهوم ونظريات الاستثمار في الأسواق المالية

يعتبر الإستثمار أحد مكونات الطلب الفعال إلى جانب الإستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال.

#### أولاً - مفهوم الاستثمار المالي:

الإستثمار المالي هو حياة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع. . . . إلخ، تعطي الحق لحاملها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية. ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب. يهدف الاستثمار المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف للمستثمر أهمها تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول وحماية الأموال من انخفاض قدرتها الشرائية.<sup>1</sup>

فالاستثمار المالي يعد من المنتجات المعاصرة، التي تتم في إطار التبادلات المالية السائدة في سوق المال، حيث يضم سوق رأس المال وسوق النقد. وتلعب أدوات الاستثمار المالي دوراً مهماً في إعادة تنظيم المتغيرات الاقتصادية للشركات محل التداول، حيث يضمن سوق رأس المال وجود بيئة الاستثمار المناسبة لعملية التداول. أما سوق النقد فيضمن السيولة النقدية لوحدات العجز، ضمن الفترة قصيرة الأجل، وتنتظم هذه العملية جميع القطاعات المالية في علاقات التبادل في سوق النقد، باستخدام الأدوات المالية التي يختص بها كل قطاع، ومنها أدوات الخزنة وشهادات الاستثمار والاعتمادات المستندية والصكوك الإسلامية وغيرها من الأدوات.<sup>2</sup>

يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه شراء تكوين رأسمالي موجود وهذا يعني شراء حصة في رأسمال (سهم) أو حصة في قرض (سند أو شهادة إيداع أو إذن خزينة) تعطي مالكة حق مطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالحقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وما يحدث في السوق المالية الثانوية من عمليات بيع وشراء للأسهم والسندات فهو لا يعدو كونه عملية نقل ملكية الأصل المالي حيث يتخلى البائع عن ملكيته لذلك الأصل (السهم أو السند... إلخ) مقابل حصوله على أصل آخر (هو الثمن الذي قد يكون أصلاً حقيقياً مثل النقود) يتخلى عنه المشتري، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أي منفعة اقتصادية إضافية أو قيمة اقتصادية مضافة للنتائج القومي فكل ما يحصل هو أن تنتقل ملكية أصل المال من مالكة الأصلي إلى مالكة الجديد مع ما يرافق ذلك من رسوم وعمولات دون أن يضيف ذلك شيئاً إلى مجموع ثروة البلد وقد يؤدي الإستثمار بها من قبل الأجانب إلى انتقال ملكية جزء من مشاريع وشركات البلد إلى أيديهم، ولكن الأمر يختلف في حالة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات لتمويل عمليات التوسع أو إنشاء المشاريع الجديدة فهذه الإصدارات تحمل استثماراً حقيقياً لأن الأموال التي ستحصل

<sup>1</sup> أحلام برحايبي و زوبير عباش. أثر العائد والمخاطرة على الإستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي. حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية. العدد 20. 2017. ص 381.

<sup>2</sup> ياسر عبد الكريم الحوراني. أدوات الاستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي. مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون. الأردن. المجلد 42. العدد 2015. ص 605.

عليها الشركة من الإصدار الجديد تستعمل في شراء الأصول الحقيقية الجديدة ( آلات ومعدات أو عمارات... إلخ) تساهم بعد استخدامها في خلق منافع اقتصادية جديدة إما على شكل سلع أو خدمات وهذا يعني أن المفعول الاقتصادي الحقيقي للأسهم أو السندات ينتهي بانتهاء عملية بيع الإصدار في السوق الأولية، أما ما يحدث لهذه الأوراق بعد ذلك من تداول ( بيع وشراء) فيدخل في باب الاستثمار المالي.<sup>1</sup>

### ثانياً - نظريات الاستثمار المالي:

يحكم عمل سوق الأوراق المالية مجموعة من القواعد والأسس التي تستند إلى بعض النظريات الاقتصادية المتعلقة بالتداول في السوق ومحاولة تقليل حدة المخاطر المرتبطة بعمليات المضاربة ، وذلك بالإضافة إلى السعي إلى تحقيق أعلى عائد استثمار من القيام بالمخاطرة وارتباط ذلك ببعض العوامل أو المتغيرات المالية والنقدية.

#### 1- نظرية التوازن:

تعتمد هذه النظرية على مجموعة من الفروض التي ترتبط بتحقيق توازن السوق عند وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ودليل حساسية هذا العائد لكل عنصر من العناصر المؤثر عليه، وتتمثل هذه الفروض فيما يلي:<sup>2</sup>

- فرضية سيادة المنافسة الكاملة في السوق من حيث وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين وعم وجود تكلفة للمعاملات وعدم وجود أية ضرائب على معاملات السوق، وذلك بالإضافة إلى توافر حرية الدخول والخروج من السوق والتجانس التام للأوراق المالية.

- تفترض النظرية أن المستثمر في هذه السوق يسعى إلى تحقيق أقصى عائد ممكن ليس فقط العائد على الأوراق المالية في صورة أرباح موزعة أو فوائد محددة للسندات ولكن تعظيم القيمة الرأسمالية الناتجة عن زيادة سعر الورقة في السوق عن سعر الإصدار من ناحية، وعن سعر الشراء من ناحية أخرى.

- تفترض النظرية أن سعر الورقة المالية وعائدها يترتب على تأثير العديد من العوامل والمتغيرات والتي تخضع للتحليل والدراسة المستفيضة من خلال أدوات التحليل الفني والتحليل المالي.

- تفترض النظرية عدم وجود مخاطر تمنع من أو تقلل من القدرة على القيام بعملية المراجعة التي تحقق الأرباح المجزية والتي يأمل المستثمر في تحقيقها.

- تفترض النظرية التجانس التام لتوقعات المستثمرين بخصوص العوامل المؤثرة على العائد على الأوراق المالية من حيث عدد العوامل ونوعيتها.

- تفترض النظرية إمكانية قيام المستثمر بالافتراض بمعدل بتساوي مع معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

<sup>1</sup> زياد رمضان: "مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005- ص40.  
<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم. اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم. المكتب الجامعي الحديث. القاهرة. 2012. ص 114.

**2- نظرية تعظيم المنفعة:**

ترى هذه النظرية أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة من خلال تكوين محفظة من الأوراق المالية المختلفة في العوائد المتوقعة لمكوناتها وضرورة حساب معدل عائد المحفظة ككل باستخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لكافة عوائد الاستثمارات المكونة للمحفظة كل على حدة، وتستند هذه النظرية إلى مجموعة من الفروض الهامة نوضحها فيما يلي:<sup>1</sup>

- تفترض النظرية أن المستثمر يسعى إلى تحقيق أقصى منفعة متوقعة خلال فترة زمنية واحدة ويخضع في تصرفاته لقانون تناقص المنفعة الحدية لثروته.
- تفترض النظرية أن تقييم المستثمر للبدائل الاستثمارية المتاحة يعتمد على معدل العائد المتوقع لكل بديل خلال فترة زمنية محددة.
- تفترض النظرية أن التقلبات التي تحدث في العائد المتوقع على الاستثمار تمثل درجة المخاطرة المتوقعة في السوق.
- تفترض النظرية أن القرار الاستثماري يعتمد على درجة المخاطرة وعلى معدل العائد المتوقع، وبذلك يكون منحنى المنفعة دالة للعائد المتوقع وللانحراف المعياري للعائد على الأوراق المالية في البورصة.
- يعتمد التقييم النهائي للبدائل الاستثمارية على أساس درجة حرص المستثمر على عدم المخاطرة.

**3- نظرية محددات العائد:**

تعني هذه النظرية بتوضيح أهم العوامل المحددة لعائد الاستثمار في الأوراق المالية خلال فترة زمنية محددة والتي قد تختلف من فترة لأخرى دون التدخل في علاقة ذلك بكفاءة السوق أو توازنه، وتتمثل فروض النظرية فيما يلي:

- تفترض النظرية أن عائد الاستثمار متغير تابع لأحد العوامل الهامة المؤثرة أو لمجموعة من العوامل المعبرة عن بعض المتغيرات الاقتصادية مثل معدل نمو الدخل القومي ومعدل التضخم أو غيرهم.
- تفترض النظرية عدم وجود ارتباط بين عوائد الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة التي تصدرها الشركات والتي ترجع إلى ظروف وطبيعة نشاط كل شركة على حدى.
- عدم وجود ارتباط بين العامل المشترك وبين عوائد الاستثمار نظرا إلى طبيعة كل شركة على حدى.
- وجود قيمة صفرية للعائد المتوقع من الشركة المصدرة للورقة المالية.
- تتغير قيمة عائد الورقة المالية المصدرة بواسطة شركة تنتمي لقطاع معين بعوامل خاصة بهذا القطاع باعتبار أن كل قطاع اقتصادي له خصائص مميزة له عن بقية القطاعات الاقتصادية الأخرى.
- يتأثر عائد كل ورقة مالية متداولة في السوق بعامل واحد فقط خاص بالقطاع الذي تتبعه الشركة المصدرة للورقة المالية.

<sup>1</sup> حمدي عبد العظيم، مرجع سابق الذكر، ص 116.

**4- نظرية المخاطر الرأسمالية:**

- ظهرت هذه النظرية على يد الاقتصادي (شارب) عام 1964 لتوضيح كيفية تسعير المخاطر الرأسمالية والارتباط بين المخاطر المنتظمة والعائد المتوقع للورقة المالية وتحقيق علاقة توازن بين المخاطر والعائد المتوقع على الأصول ذات المخاطر وتعتمد هذه النظرية على مجموعة من الفروض:
- وجود توقعات متماثلة للمستثمرين بخصوص العوائد المتوقعة وتغيراتها في المستقبل.
  - سعي المستثمر باستمرار إلى تحقيق المزيد من العوائد المرتفعة والبعد عن المخاطر وما تنطوي عليه من خسائر رأسمالية.
  - العائد الخالي من المخاطر هو الأساس الذي يعتمد عليه المستثمر للقيام بعملية الإقراض والاقتراض.
  - انعدام تكلفة المعاملات، وعدم الخضوع لأية ضرائب على أرباح الاستثمار في الأوراق المالية.
  - يعتمد المستثمر في تقييم المحفظة المالية على كل من العائد والمخاطر خلال فترة زمنية معينة ولفترة واحدة فقط.
  - قابلية الأصول المالية للتجزئة حيث يستطيع المستثمر أن يشتري أي كمية يريدتها من ورقة مالية معينة مهما كانت درجة ضآلة حجمها.
  - توافر المعلومات التامة إلى جميع المستثمرين بسرعة وبدون دفع أية تكلفة مقابل الحصول عليها.

**5- نظرية جولاند:**

- قدم الاقتصادي البريطاني (جولاند) الخبير المصرفي ببنك انجلترا من خلال البحث الذي تقدم به إلى مؤتمر المشتغلين بتدريس الاقتصاد في الجامعات والذي عقد في مدينة مانشيستر عام 1974، وقد استهدف (جولاند) من نظريته اختبار العلاقة بين تغيرات المعروض النقدي وتغيرات القيمة السوقية للسهم ومقارنة ما توصل إليه مع النتائج التي توصل إليها الآخرون.
- استخدم جولاند تحليل أسعار الظل لدراسة العلاقة بين المعروض النقدي وأسعار السوق للسهم خلال الفترة 1954-1972 في بريطانيا وتشتمل هذه الفترة على 228 فترة ربع سنوية تمثل 228 مشاهدة أو ملاحظة. كما استخدم جولاند تحليل الانحدار لدراسة نفس العلاقة خلال الفترة 1962-1972. وقد توصل جولاند إلى عدة نتائج هامة نوضحها فيما يلي:
- وجود تغير عشوائي في أسعار الأسهم السوقية.
  - تغيرات أسعار الفائدة هي التي تحرك تغيرات أسعار الأسهم.
  - عدم وجود علاقة معنوية بين النقود وأسعار الأسهم وتؤكد هذه النتيجة أن أية علاقة انحدار تعزي تغيرات أسعار الأسهم إلى المتغيرات النقدية تعتبر خاطئة.

## المطلب الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية

ترتبط عملية تحقيق العوائد بالقدرة على إدارة العملية الاستثمارية بالشكل الذي تحقق معه الأهداف المرسومة والتي تتمثل عادةً بالحصول على عوائد جراء استثمار رؤوس الأموال، لاسيما وأن هذه الاستثمارات قد تنصب في غالبيتها على شراء موجودات قد تسهم في زيادة حجم التدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن هذه العملية قد تواجه العديد من العوامل سواء كانت داخلية أو خارجية تؤثر على الخطط والأهداف مما ينعكس على تحقيق هذه العوائد، فضلاً عن المخاطر المصاحبة التي قد تصيب العملية الاستثمارية.<sup>1</sup> فالمخاطرة تنشأ من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، أو بعبارة أخرى احتمال الحصول على عائد فعلي أقل من العائد المتوقع نتيجة فشل الأرباح الموزعة، أو سعر الورقة المالية، أو كليهما معاً في الوصول إلى المستوى المتوقع، والعوامل التي تؤدي إلى حدوث تباين بين العوائد المحققة والعوائد المتوقعة تكون مصادرها المخاطرة.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: عوائد الاستثمار

يمكن القول بأن المستثمر الرشيد هو الشخص الذي يسعى باستمرار إلى تحقيق أقصى عائد ممكن وأقل مخاطر ممكنة وهو ما يطلق عليه الاستثمار الكفؤ، لأن الهدف من تضحيته باستهلاكه الحالي هو تطلعه للحصول على استهلاك أكبر في المستقبل وليس فقدانه أو الحرمان منه إلى الأبد، وتعد الرغبة في تحقيق العوائد المستقبلية التي يهدف إليها المستثمر هي العامل الأساسي في إتخاذ قرار الاستثمار وتضحية المستثمر باستهلاكه الحالي، وإذا توقع المستثمر الخسارة وعدم تحقيق عائد من استثماره فلا يمكن أن يتخذ قرار الاستثمار ويخاطر بثروته.<sup>3</sup>

### أولاً - مفهوم العائد:

يكاد العائد على الاستثمار أن يكون أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات فهو يمثل النسبة بين الأموال المكتسبة (الأرباح أو الخسائر) والأموال المستثمرة، والعائد على الاستثمار ليس محددًا بمدة زمنية لكن غالباً ما يستخدم لقياس العائد خلال سنة مالية ويسمى في هذه الحالة العائد السنوي على الاستثمار .

فالعائد على الاستثمار هو المبلغ أو نسبة الأرباح المتحققة من الاستثمار أو المحفز والمكافي لكل استثمار يقوم به المستثمر، ويعبر عن قدرة الموجودات على تحقيق دخل معبر عنه كنسبة عائد، و هذه النسبة تكشف ربحية الشركة في عملياتها التشغيلية وغير التشغيلية أو هو الربح أو الخسارة المترتبة على الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> مهند عبد الرحمن سلمان. تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد 48. 2016. ص 345.

<sup>2</sup> اسلام عبد الجواد وأخرون. مدخل إلى علم التمويل. جامعة النجاح الوطنية. نابلس. فلسطين. 2002. ص 168.

<sup>3</sup> سالم أسعد مسلم أبو عمرو. العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهم في ظل الحاكمية المؤسسية. رسالة ماجستير. الجامعة الإسلامية. غزة. 2014. ص 49.

<sup>4</sup> بداح محسن السبيعي. العلاقة بين الرفع المالي و العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية. رسالة ماجستير. جامعة الشرق الأوسط. 2012. ص 28.



يعرف العائد أيضا بأنه صافي التدفق النقدي، الناتج عن استثمار مبلغ معين، وقد يتم قياسه بالأرقام المطلقة أو تتم نسبته إلى الأموال التي ولدته، كما أن زمن حدوث التدفقات النقدية الصافية أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود فكلما كان زمن التدفق النقدي الداخل أقرب كان الوضع أفضل.

كما يعرف كذلك بأنه المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل، مقابل الأموال التي يدفعها من أجل الاستثمار، أو أنه المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها مقابل تخليه عن منفعته أو إشباع حاضر على أمل الحصول على منفعة أو إشباع أكبر في المستقبل. و كذلك هو العرض الذي يحصل عليه المستثمر مقابل تأجيل استهلاكه الحالي من السلع والخدمات إلى وقت لاحق واستهلاك أمواله في موجود محدد. وعليه فإن العائد هو المكافأة الإضافية التي يتوقع المستثمر الحصول عليها في المستقبل مقابل تخليه عن إشباع حاجة محددة في الوقت الحاضر.

لهذا فإن معدل العائد يعد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية لأنه يقيس السرعة التي من خلالها تزداد ثروة المستثمرين أو نقصانها، وعليه فإن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها من قيامه باستثماراته، أي من خلال تضحيتها المؤقتة بأمواله، والتي يجسدها معدل العائد الذي يمكن حسابه وتقديره وفقا للتغيير الذي يحصل في ثروة المستثمر خلال الزمن<sup>1</sup>.

### ثانيا - أنواع العائد:

يوجد عدة أنواع من عوائد والمتمثلة في<sup>2</sup>:

**معدل العائد على الاستثمار:** معدل العائد على الاستثمار هو أحد مؤشرات الربحية ومقياس الأداء التشغيلي للمنشأة ويحسب معدل العائد على الاستثمار من قسمة الأرباح قبل الفوائد والضريبة على مجموع التمويل المستثمر في موجودات المنشأة بما فيه التمويل الممتلك والمقترض.

**معدل العائد الخالي من الخطر:** هو ذلك العائد المؤكد الحصول عليه، أي أنه لا يحمل أي درجة من درجات عدم التأكد، فالمستثمر يعلم مقدما أنه سوف يحصل على عائد بدون أي مخاطرة أو تقلبات في هذا العائد. إذن هذا العائد لا يخضع للاحتتمالات طالما أنه مؤكد الحصول عليه فعندما يكون الاستثمار مؤكد كهذا الاستثمار الخالي من الخطر فإن عنصر التضحية الوحيد من جانب الأفراد هو الوقت، أو ما يمكن أن نسميه التفضيل الزمني للاستهلاك لدى الأفراد وهذا التفضيل يختلف من شخص لأخر، وفي المقابل فإنه كلما كانت درجة التفضيل الزمني عالية كلما أحجم الأفراد عن هذا النوع من الاستثمار وبالتالي نتوقع أن يزيد معدل العائد الخالي من الخطر كحافز لهؤلاء الأفراد لاستثمار أموالهم ولا يتأثر معدل العائد الخالي من الخطر بعنصر التفضيل الزمني فقط ولكنه في نفس الوقت يتأثر بعامل موضوعي هام وهو الفرص الاستثمارية المتاحة في النشاط الاقتصادي، فزيادة الفرص الاستثمارية في الاقتصاد سوف تؤثر إيجابا على معدل الخالي من الخطر الخالي بينما نقص هذه الفرص يؤثر سلبا

<sup>1</sup> حسن السلطان. إدارة مخاطر الاستثمار المالي. رسالة ماجستير. جامعة دمشق. 2009. ص 15-16.

<sup>2</sup> فراس خضير الزبيدي. العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم. مجلة القادسية للعلوم الإدارية والقانونية. المجلد 16. العدد 02. 2014. ص 236.



ومن هنا يأتي التغير في معدل العائد من الخطر فهو ليس معدلاً ثابتاً خلال الزمن ولكنه يتأثر صعوداً وهبوطاً بالفرص الاستثمارية كما يتأثر بالتفضيل الزمني للأفراد.<sup>1</sup>

**العائد المتوقع:** هو العائد الذي يستطيع المستثمر التنبؤ به أو يكون قابل للتوقع اعتماداً على المعلومات التي يملكها حول السهم المراد الاستثمار به والتي تبني على أساس حالة السوق التي يتعامل فيها والعناصر المؤثرة فيه على عائد السهم المعني ومن ثم تقدير هذا العائد وفق هذه المعطيات.

**العائد المطلوب:** وهو العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم في أداة مالية معينة تعويضاً عن التأجيل الحالي لإستهلاك هذه الأموال والمخاطرة المصاحبة له وهو مؤشر مهم وهدف رئيس لعموم المستثمرين ويعرف العائد المطلوب بأنه أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرين لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل.

والعائد المطلوب يحسب كمايلي:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + (\text{معدل عائد محفظة السوق المالية} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}) * \text{معامل بيتا}$$

ومن معادلة حساب معدل العائد المطلوب يتبين بأن حسابه يتطلب تقدير ثلاثة متغيرات أساسية هي :

**معدل العائد الخالي من المخاطرة Rf:** هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل والأكثر شيوعاً منها حوالات الخزينة، إذ تتعدم المخاطرة لهذه الاستثمارات ويتساوى معدل العائد المتوقع لهذه الاستثمارات مع العائد المتوقع.

**معدل عائد محفظة السوق ERm:** وهو المعدل أو المتوسط لمعدلات العائد المتوقع للأسهم في السوق المالية، موزونة بقيمتها السوقية أو الدفترية.

**معامل بيتا Beta coefficient:** يعد هذا المؤشر واحداً من أهم المؤشرات المالية في مجال الاستثمار، ويحسب معامل بيتا من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية.

**العائد الرأسمالي:** هو العائد المتوقع نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للموجود المستثمر في نهاية المدة عما كانت عليه عند شراء الموجودات في بداية المدة، ويتميز العائد الرأسمالي بتقلباته الكبيرة لأن مبلغ شراء السهم أو بيعه يتباين من وقت لآخر الأمر الذي لا يمكن معه توقع العائد الرأسمالي بشكل دقيق، فعند توظيف الأموال بالأسهم يتوقع أن ترتفع أسعارها لتحقيق عائد رأسمالي ولكن في الوقت نفسه فإن هذه الأسعار قد تتعرض للانخفاض فتتحقق خسارة رأسمالية.

**العائد المحقق:** هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر بصورة فعلية والذي يكون عادة مختلفاً عن العائد المتوقع إذ يمثل المعدل الفعلي للنتائج عن الاحتفاظ بالاستثمار مدة زمنية معينة، ويعرف العائد المحقق بأنه النسبة المئوية للتغير في ثروة في نهاية المدة عما كانت عليه في بدايتها.

<sup>1</sup> سعيد توفيق عبيد. الاستثمار في الأوراق المالية - مكتبة عين الشمس. 1998. ص 39.

يعد عامل الوقت مهم للاستثمار، فعندما يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية عادة ما يحدد الزمن الذي سيحتفظ فيه بتلك الأوراق وفقا لأهداف الاستثمار، ويعمل على تبني فترة زمنية تتناسب مع العائد والمخاطر. كذلك بالنسبة لأوقات الاستثمار فليست جميعها على درجة واحدة من الجاذبية، فهناك أوقات للبدء بالاستثمار أفضل من غيرها، وعلى ذلك فإنه على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري للقيام باستثماره في الوقت المناسب، وفي هذا السياق يمكن الإشارة إلى أن المستثمر يفضل الاستثمارات ذات المردود السريع التي يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية بسهولة وسرعة وهي تلك الاستثمارات التي تحقق له الأمان. وسواء كانت الاستثمارات حقيقية أم مالية، فإن الفترة اللازمة لكي يتم استرداد رأس المال الأول هي معيار هام جدا للحكم على بدائل الاستثمار.<sup>1</sup>

### ثالثا - عائد الاستثمار في الأسواق المالية:

تأخذ عوائد الاستثمار في الأسواق المالية ثلاثة أشكال مهمة هي:<sup>2</sup>

- **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الأوراق تمثل حقوق في أموال ملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك هو من مالكيها وحقوقه هي من حقوق المساهمين؛
  - **الفوائد:** إذا كانت الأوراق المالية تمثل أوراق اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقرضة، التي أصدرت هذه السندات .
  - **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية فحامل السهم أو السند إذا استطاع أن يبيع هذا السهم أو السند بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو ربح رأسمالي (أو خسائر رأسمالية).
- إن تحليل التوزيعات الاحتمالية يمكن المستثمر من معرفة العوائد الممكنة أو المحتملة للاستثمار وقد يتم هذا التحليل على أساس تقدير احتمالات مبنية على خبرة المستثمر أو على الأساس السابق للاستثمار و تاريخه وهو ما أسميناه بالاحتمالات الموضوعية حيث يقل هنا تدخل المستثمر في تقدير هذه الاحتمالات. فإذا كان المستثمر يعتقد أن هناك أكثر من عائد محتمل على الاستثمار الواحد نتيجة لاختلاف الظروف الاقتصادية التي قد تكون جيدة أو سيئة فإنه في هذه الحالة من الضروري أن تؤخذ جميع هذه الظروف المتوقعة في الاعتبار حتى يمكن تقدير العائد المتوقع على الاستثمار ولتقدير العائد المتوقع فإنه لا بد من معرفة المعلومات التالية:

- حالات النشاط الاقتصادي المتوقعة ذات الصلة بالاستثمار المزمع القيام به؛

- احتمالات حدوث كل حالة من هذه الحالات؛

- العائد الممكن تحقيقه مع كل حالة من هذه الحالات.

<sup>1</sup> حياة زيد. دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. رسالة ماجستير. جامعة بكرة. 2015. ص 61.  
<sup>2</sup> نور الدين محرز و نعمان محصول. تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة. مجلة العدد الاقتصادي. جامعة الأغواط. المجلد 15. العدد 02. 2018. ص 53.

حالات النشاط الاقتصادي المتوقعة قد تتعدد إلا إنه للتبسيط يمكن القول بأن هذه الاحتمالات قد تنحصر في ثلاثة فقط وهي تغير إيجابي أو تغير سلبي أو لا تغير بمعنى أنه قد تتحسن الأحوال الاقتصادية مما يؤدي إلى زيادة العائد أو قد تتدهور مما يؤدي إلى نقص العائد، أو قد تظل كما هي.

### الفرع الثاني: مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية

يرجع إرتباط نظرية الخطر بالنظرية الاقتصادية، إلى إهتمام نظرية الخطر بالخسائر المادية التي تحيق بالأفراد والممتلكات ودمتتا المالية بوجه عام، وهي في هذا تقوم على النظرية الإحصائية والرياضية كأجهزة للقياس والحساب. ومن ناحية أخرى فإنه مع تعدد الأخطار فإن نظرية الخطر ترتبط بالنظريات الإجتماعية فتتعدد تقسيمات الأخطار وفقا لتدابير التعامل معها وتباين من حيث الشكل والمضمون.

من هنا نفهم كيف حظيت نظرية الخطر بجانب هام في النظريات الاقتصادية والنظريات الإجتماعية في أن واحد وتعددت الدراسات الاقتصادية والاجتماعية في مجال تعريف ظاهرة الخطر وتحليل أسبابها وآثارها وبالطبع فإن لكل من رجال الاقتصاد والاجتماع إهتمامه الأكبر الذي يبحث في إطاره ظاهرة الخطر وعلينا أن نأخذ عنهم ومنهم لعنا نكون في سبيلنا لنظرية خاصة للخطر.<sup>1</sup>

يستعمل لفظ الخطر في الحياة العامة في أكثر من حالة وبأكثر من معنى، فمن حالات إستعمالاته المختلفة الحالة النفسية التي تكون قد لازمت الأشخاص في الماضي، أو تلازمهم في الحاضر أو المستقبل. ومن المعاني المختلفة التي يستعمل في توضيحها أو الإشارة إلى مدلولها لفظ الخطر معاني تدل على وقائع مادية، وأخرى تدل على خسائر مالية، وثالثة تدل على حالات معنوية فأخطار الحرب والحريق والوفاة والسيارات أمثلة ملموسة لوقائع مادية يستعمل في توضيحها لفظ الخطر، وأخطار ضياع رؤوس الأموال أو الدخول نتيجة الحرب والحريق والوفاة وحوادث السيارات أمثله أخرى لخسائر مالية يستعمل في أظهارها لفظ الخطر أيضاً، وخطر عدم معرفة نتيجة التجارة في آخر العام مقدماً، وخطر عدم معرفة سن الوفاة للشخص وخطر عدم معرفة بقاء الأصول ورؤوس الأموال والدخول سليمة للاستفادة منها كل هذه أمثله أخيرة لحالات معنوية يستعمل في توضيحها لفظ الخطر.

بالرغم من تعدد طرق استعمال لفظ الخطر في مجالات الحياة العامة والخاصة وبالرغم من المعاني المختلفة التي يستعمل اللفظ في توضيحها إلا أن التعمق في تلك الحالات والمعاني يؤدي إلى تحديد ألفاظ أكثر دقة لمعظمها ويبقى لفظ الخطر على الأقل من الناحية العملية الدقيقة ليؤدي معنى واحد بذاته، وبذلك يسهل أمر استعماله بجانب الألفاظ العلمية الأخرى.<sup>2</sup>

تتمثل المشكلة الكلاسيكية في الرياضيات المالية في قدرة الوكيل الاقتصادي على استثمار أمواله في سوق مالي، والاختيار بين أصل غير محفوف بالمخاطر وأصل المخاطرة، مثل الأسهم.<sup>3</sup> حيث يشعر معظم المستثمرين، ومديري المحافظ، والمحللين الماليين للشركات، والمصرفيين الاستثماريين، والبنوك

<sup>1</sup> سامي نجيب. الخطر والتأمين. دار النهضة العربية. القاهرة. 1997. ص 10.

<sup>2</sup> شريف محمد العمري ومحمد محمد عطا. الأصول العلمية والعملية للخطر والتأمين. الطبعة الأولى. 2012. ص 07-06.

<sup>3</sup> Gilles-Edouard ESPINOSA, METHODES DE CONTROLE STOCHASTIQUE POUR LA GESTION OPTIMALE DE PORTEFEUILLE, these de doctorat, L'ECOLE POLYTECHNIQUE, 2010, page 05.

التجارية، ومحلي الأوراق المالية، ووكالات التصنيف بالقلق إزاء عدم اليقين بشأن العائدات على أصولهم الاستثمارية، والناجمة عن التباين في أسعار السوق (مخاطر السوق) وعدم استقرار أداء الأعمال.<sup>1</sup>

**أولا – مفهوم الخطر:**

من الصعب نسبيا تعريف مفهوم الخطر، فالخطر مرتبط بحدث غير متوقع والذي قد تكون له آثار سلبية<sup>2</sup>، ولقد ناقش الاقتصاديون والإحصائيون وأصحاب نظريات القرار ومنظرو التأمين مفهوم الخطر وعدم التأكد وحتى وقتنا الحاضر لم يستطيعوا الاتفاق على تعريف واحد يمكن استخدامه في كل مجال، فتعريف الخطر الذي يناسب الاقتصادي أو الإحصائي قد يكون عديم القيمة بالنسبة لمنظر التأمين ورغم أن جميعهم يستخدمون مصطلح الخطر إلا إنه قد يعني شيئا مختلفا تماما بالنسبة لكل منهم ولتفادي هذا اللبس في تحديد مفهوم دقيق لمصطلح الخطر، سوف نتحاشى استخدامه بالطرق المذكورة سابقا وسوف نستخدمه بدلا من ذلك من منظور مجرد يعني وفقا له "موقف أو وضع يوجد فيه تعرض لخسارة".

لغة: فإن كلمة خطر هي مستوحاة من المصطلح اللاتيني RESCASS أي RISQUE والذي يدل على الارتفاع في التوازن وحدث تغير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع.

اصطلاحا : هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الريبة وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع أو الضرر، حيث يكون هذا الأخير إما تدهورا أو خسارة.

وفيما يلي عرض لبعض ما تناوله الكتاب والباحثين في مجال تعريف الخطر<sup>3</sup>:

**التعريف الأول:** الخطر ظاهرة عشوائية موافقة لحالة أو مستقبل لا يمكن أن يكون مرتقبا، إلا بالاحتمالات المعاكسة للشكوك وللقين الذي يسمح بالتنبؤ، يعني أن الخطر توقع مقيد باحتمال فمثلا عند دراسة المشاريع الاستثمارية في التسيير المالي تؤخذ المخاطر والشكوك بعين الاعتبار وذلك أن المشاريع يمكن أن تتعرض للمخاطر وبدرجة لا تقل عن الشكوك بالرغم من تحكم المؤسسة في تقنيات التوقعات (دراسة السوق، الإحصائيات والاحتمالات..الخ) إلا أنه لا يمكن القضاء عليها وإنما التقليل من حدتها.

**التعريف الثاني:** كما يعرف الخطر على أنه "حالة عدم التأكد التي يمكن قياسها" إذ أن حالة عدم التأكد هذه تشترط ضرورة قياسها ولكن ليس في جميع الحالات يمكن ذلك لأن المتغيرات المحددة لحالة عدم التأكد تحكمها في كثير من الأحيان أمور معنوية مبنية على تصرفات شخصية بحتة يصعب قياسها بالأساليب الكمية، لو أن ذلك لا يمنع ترجمتها إلى صورة رقمية يمكن قياسها.

**التعريف الثالث:** عرف البعض الخطر على أنه "عدم التأكد من وقوع خسارة معينة" مع أنه لم يحدد نوعية هذه الخسارة المضافة لحالة عدم التأكد، وبناء على هذا التعريف في ظل ظروف التأكد لوقوع الخسارة من عدمها انعدم مع ذلك وجود الخطر وهو بذلك يضع وقوع الخطر في أجواء احتمالية.

<sup>1</sup> Cornelis Los, financial market risk : measurement and analysis, first published, Routledge, New York, 2003, page 05.

<sup>2</sup> Thierry RONCALLI, la gestion des risques financiers, 2 eme edition, ECONOMICA, 2008, page 25.

<sup>3</sup> عبدلي لطيفة. دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية. رسالة ماجستير. جامعة تلمسان. 2012. ص 04-05.

بمراجعة التعريفات السابقة يمكن استخلاص مايلي:<sup>1</sup>

- أن مفهوم الخطر يرتبط بالمستقبل، وهذا المستقبل بالتعريف غير مؤكد.
  - أن الخطر المالي يمكن قياسه كما، وأنه يرتبط بالحالة التي يتصف بها المتغير المالي موضع الاهتمام
- بخاصيتين هما:

➤ أن قيمته في المستقبل غير معلومة على وجه اليقين.

➤ أن قيمته في المستقبل تتطوي على أحد ثلاثة نواتج محتملة وهي:

✓ حينما تكون قيمته التي تحققت فعلا أفضل من القيمة المتوقعة ← نتيجة موجبة

✓ حينما تكون قيمته الفعلية مساوية تماما للقيمة المتوقعة أو المرغوبة ← نتيجة محايدة

✓ حينما تكون قيمته الفعلية أسوأ من القيمة المتوقعة أو المرغوبة ← نتيجة سالبة

فالخطر يأخذ شكل تباينات مهمة حول قيمة النتيجة المتوقعة<sup>2</sup>، وعلى ضوء مدخل خلق القيمة

يمكن تعريف الخطر المالي بالمؤسسة على أنه: " الفقدان الجزئي أو الكلي المحتمل لقيمة ثروة

المساهمين للمؤسسة"، ويمكن تحديد المبررات التالية لهذا التعريف:

-أنه يرتبط بشكل مباشر بالهدف المؤسسة وهو تعظيم ثروة المساهمين.

-أن يرتبط مباشرة بالقرارات المالية للمؤسسة والتي تمثل المصادر الرئيسية لأجل:

✓ توليد التدفقات النقدية بالمؤسسة بما يحقق أرباحا تزيد من قيمة الثروة المساهمين.

✓ إدارة مخاطر التدفقات النقدية بما يحفظ ثروة المساهمين دون ضياع العائد المتوقع أو تآكل الثروة.

-أنه يساعد على تحقيق الربط المباشر بين مفهوم المخاطر المالية بالمؤسسة وبين أدوات القياس لها

وبين الهدف من إدارتها.

غالبًا ما يتم قياس الخطر من خلال الانحراف المعياري للنتائج المسجلة في الماضي. وعلى الرغم

من أن جميع الشركات معرضة لحالات عدم اليقين، تواجه المؤسسات المالية أنواعًا معينة من المخاطر

الخاصة إلى حد ما بسبب الطبيعة المحددة لأنشطتها.<sup>3</sup>

**ثانيا - أنواع المخاطر التي قد تواجه المستثمر:**

هناك طرق عديدة لتقسيم المخاطر، إحدى هذه الطرق هي التفريق بين مخاطر الأعمال

والمخاطر المالية. فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المنشأة وتتصل بعوامل تؤثر في منتجات

السوق. أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات

المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية) حيث إن المؤسسة

المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية.

<sup>1</sup> نسيمه بروال. استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية. رسالة ماجستير. جامعة أم البواقي. 2011. ص 81.

<sup>2</sup> Patrick NAVATTE, instruments et marches financiers, edition Litec, 1992, page 100.

<sup>3</sup> TARIQULLAH KHAN et HABIB AHMED, la gestion des risques, Banque Islamique de developpement, document occasionnel n°5, DJEDDAH, 2002, page 27.

ثمة طريقة أخرى لتقسيم المخاطر بين مخاطر عامة وأخرى خاصة، فالأولى ترتبط بأحوال السوق أو الاقتصاد عام بينما تتصل الثانية بالمنشأة بعينها أو بنوع معين من الأصول. حيث يمكن التحكم في آثار المخاطر الخاصة بأصل محدد من خلال تنوع المحفظة الاستثمارية، كما أن بعضاً من مكونات هذه المخاطر العامة يمكن تخفيف آثارها باستخدام أساليب لتحويلها.<sup>1</sup> كما يمكن تصنيف المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

1. **المخاطر المنتظمة:** تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي، ومن أهم خصائصها<sup>2</sup>:

-تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.

-لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

-ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية مثل الحروب وغيرها.

سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية ، فلا يمكن التخلص منها من خلال التنوع، وهي كما يلي:

-**أسعار الفائدة:** هي التغيرات التي تحدث في العوائد نتيجة تحركات أسعار الفائدة، فإذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بعد تنفيذ الإقتراح الاستثماري، فسوف يرتفع الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار عما كان عليه قبل اتخاذ قرار قبول الإقتراح الاستثماري، وهذا يعني أن جزءاً من أموال الشركة أصبح غارقاً في استثمارات ينتج عنها عائد يقل عن العائد السائد في السوق، والعكس صحيح.

-**عامل التضخم:** هو عبارة عن هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، ويعرف التضخم أحياناً بمخاطر القوة الشرائية للنفود، وذلك لأنه يعمل على تآكل القوة الشرائية للعملة وخفض معدل العائد الحقيقي على الإستثمارات.

-**عوامل السوق:** تؤثر حركة السوق على عوائد الاستثمار وذلك نتيجة للمخاطر التي تصيب الشركات بصفة عامة كالمضاربة في الأوراق المالية والتغيرات السياسية والحروب وغيرها، وهذه العوامل تؤثر في سلوك المستثمر مما يجعل الأسعار تتغير، وهذا التغير يحمل معه مخاطر مصدرها عدم التأكد بالنسبة لمستوى الأسعار في المستقبل.

-**تغير المناخ العام:** ويقصد به احتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محلياً أو عالمياً مثال ذلك اجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو اتفاقيات تجارية، أو وفاة احدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الاقتصادية للدولة وبالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للاستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> طارق الله خلن وحبيب أحمد، إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية. البنك الإسلامي للتنمية. السعودية. 2003. ص 29.

<sup>2</sup> دفع الله المكي حسن الرضى. مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية. رسالة ماجستير. جامعة النيلين. السودان. 2018. ص 28.

<sup>3</sup> زياد فارس النباهين. أثر المخاطر النظامية على عائد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. جامعة الأزهر. غزة. 2016. ص 37-39.



## 2. المخاطر الغير منتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي، ويمكن للمستثمر حماية نفسه من تلك المخاطر عن طريق تنوع استثماراته، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة مايلي:<sup>1</sup>

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

- **سوء الإدارة:** إن القرارات الخاطئة التي تتسبب فيها إدارة الشركة تؤدي إلى حدوث آثار سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، وأيضاً الاختلاف بين المصالح والأهداف فيما بين المستثمرين والإدارة يعد من أحد أسباب التغيرات في العوائد، كما تؤثر المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تنتج من موظفي الشركة على العائد المحقق.

- **مخاطر التشغيل:** هي المخاطر الناتجة عن الأخطاء البشرية، المهنية أو التقنية سواء كانت متعمدة أو غير متعمدة.<sup>2</sup>

### ثالثاً - طرق قياس مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية:

تعود جذور محاولات لقياس المخاطر إلى القرن السابع عشر عندما اكتشف الرياضي المشهور باسكال نظرية الاحتمالات، حيث حاول حل لغز المقامرة، ثم قانون الأعداد الكبيرة الذي يمكن من استخدام المعلومات المتوفرة عن الأمس لتوقع ما يستحدث في الغد، والتوزيع الطبيعي في الإحصاء ومعامل الارتباط، حيث تمثل نظرية الاحتمالات أساساً لنظرية الخطر، فمن خلال دراسة تكرار الحوادث (تواترها) يصار إلى معرفة قيمة احتمالات وقوعها في المستقبل. أما الخطر فيعبر عن قيمة الخسائر المتوقعة عن تحقق الحوادث المحتملة، لهذا فإن قيمة الخطر يحكمها عاملان<sup>3</sup>:

-تواتر الحوادث (Frequency).

-شدة الخسائر الناجمة عن الحوادث (Severity).

حيث إن القيمة النهائية للخطر تتحدد بمقدار الخسارة المالية الناجمة عن تكرار الحوادث التي تدخل في إطار الخطر المعني، فخطر التأمين التكميلي على السيارات يتحدد مثلاً بأرقام الخسائر الناجمة عن حوادث الاصطدام والانقلاب والسرقة والحريق والمسؤولية المدنية ... وغيرها.

<sup>1</sup> دفع الله المكي حسن الرضى. مرجع سابق. ص 29.

<sup>2</sup> طهراوي أسماء وبن حبيب عبد الرزاق. إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل. مجلة دراسات اقتصادية إسلامية. المجلد 19. العدد 01. 2013. ص 66.

<sup>3</sup> سليم علي الورددي. إدارة الخطر والتأمين. مكتبة التأمين العراقي. الطبعة الإلكترونية. 2016. ص 18.

ثم وصلت إلى Markowitz الذي أثبت في سنة 1959م أنه يمكن عن طريق التنوع تقليل مخاطر الاستثمار في السوق. فقد بدأ Markowitz دراسته بفرضية تكوين المحفظة الاستثمارية تكمن في أن يعتمد على متوسط عائد الاستثمار وعلى الاحراف المعياري لذلك العائد. وبينما أن متوسط العائد هو عبارة عن المعدل المثقل لكل أصل تحتويه المحفظة فإن المخاطرة بالنسبة للمحفظة ستكون أقل كلما كان الارتباط بين الأصول التي تحتويها أقل ما يمكن، وهي الفكرة التي أطلق عليها مبدأ التنوع، بناء على ذلك فإنه يمكن القول إن المخاطرة التي يتضمنها إمتلاك أصل من الأصول في محفظة استثمارية تكون من عنصرين، أحدها يمكن جعله ينخفض إلى حد الاختفاء من خلال عملية التنوع التي سبق الإشارة إليها، والعنصر الثاني لا بد أن يتحمله المستثمر. ولذلك فإن نظرية تكوين الحفظة الاستثمارية هو في الواقع الخيار بن تعظيم العائد وفي نفس الوقت تخفيض المخاطرة.<sup>1</sup>

بشكل عام، يمكن قياس مخاطر الأصل المالي بالطرق التالية:

### 1. التباين ( التشتت ) Variance :

يعرف التباين بأنه الوسط الحسابي لمربعات فروقات البيانات عن وسطها الحسابي. ففي مجتمع ما إذا كان هذا المجتمع يتألف من n عنصر وكان وسطه الحسابي معطى وهو يساوي  $\bar{x}$  فإن التباين ( التشتت )  $\sigma^2$  للمجتمع يعطى بالشكل التالي :

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

إذا كانت القيم معطاة بشكل مفرد ( غير مجدول ) . أما إذا كانت القيم مبوبة وسطها الحسابي  $\bar{x}$  أي معطاة في جدول توزيع تكراري ذو k فئة ولدينا  $\bar{x}$  معلومة فإن  $\sigma^2$  يعطى بالشكل :

$$\sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^k (x_i - \bar{x})^2 f_i$$

### 2. الانحراف المعياري: Standard Deviation

نعرف الانحراف المعياري لعينة حجمها n مسحوبة من مجتمع ما بأنه الجذر التربيعي لتباين هذه البيانات وبالتالي فإن الانحراف المعياري للبيانات  $x_1, x_2, \dots, x_n$  والتي وسطها الحسابي  $\bar{x}$  هو :

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

أما في حال القيم المبوبة في جدول توزيع تكراري ذو k فئة فإن الانحراف المعياري s يعطى بالشكل:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^k f_i (x_i - \bar{x})^2}$$

وبشكل عام فإن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين إن كان للعينة أو المجتمع .

<sup>1</sup> خالد خديجة، عبد الحفيظ بلعربي و غالب عوض الرفاعي. إدارة مخاطر الاستثمار في البنوك الاسلامية. ص 04.



يتم التعرف على الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة تغير معدلات العائد، حيث كلما زاد اتساع مدى منحني التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد كلما زادت المخاطر، وكلما انخفضت نسبة التباين أو الانحراف المعياري انخفضت المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية.<sup>1</sup>

### 3. معامل الاختلاف ( *coefficient of variation* ):

يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر، حيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصلين ماليين وبالتالي تتساوى الخطورة، مع أن النسبة المئوية لانحراف عوائد أحدهما أكبر من الآخر، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلا من الانحراف المعياري، ويتم حساب معامل الاختلاف عن طريق قسمة الانحراف المعياري على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة التالية:

$$cv = \frac{s}{\bar{x}} \times 100\%$$

حيث أن:  $s$  الانحراف المعياري لملاحظات الظاهرة و  $\bar{x}$  الوسط الحسابي

فمعامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة، بالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم لتقييم الخطر في المشروعات الفردية، فحين يستخدم الانحراف المعياري لمقارنة الخطر بين مجموعة استثمارات ينظر إليها كوحدة واحدة.

### 4. معامل بيتا BETA :

معامل بيتا مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد الأوراق المالية تجاه عائد محفظة السوق، أي أنه مقياس لتوافق حركة عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق والتي تشكل محفظة السوق، وتعتمد قيمة بيتا على العلاقة التاريخية بين معدل عائد الورقة المالية ومعدل عائد محفظة السوق، ولحساب معامل بيتا يجب حساب التباين المشترك بين عائد الورقة المالية  $R$  وعائد السوق، وهو حاصل ضرب معامل الارتباط بين العائدين كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة والانحراف المعياري لعائد السوق والذي يعطى بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{Beta} = \frac{\text{COV}(RiRm)}{\delta^2 Rm}$$

حيث:  $\text{COV}$  يمثل التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية وعائد محفظة السوق.

$\delta^2 RM$  : تباين عوائد محفظة السوق.

إذا كان بيتا يساوي 1 صحيح فإن عائد الورقة المالية سوف يتقلب صعودا ونزولا وفقا لتقلب عوائد المحفظة في السوق، أما إذا كان أكبر من الواحد الصحيح فعائد الورقة المالية يكون أكثر تقلبا من عائد محفظة السوق، أما لو كان أقل من الواحد فسيكون أقل تقلبا مقارنة بعائد محفظة السوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> السيد عليوه. تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. دار الأمين. 2006. ص 83.

<sup>2</sup> جليل كاظم مدلول العارضي و زيد عبد الزهرة جعفر. إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى. مجلة الغزى للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 14. العدد 38. 2016. ص 253.

<sup>3</sup> حمزة بالي و مصعب بالي. إدارة مخاطر الاستثمار المالي. مجلة رؤى الاقتصادية. العدد 03. 2012. ص 60.

## 5. نموذج الجانب السالب من المخاطر (Downside beta):

اقترح هذا الأسلوب لأول مرة من قبل (Roy,1952) وقد كان معروف بأسم طريقة الأمان أولاً (Safety-First Technique) وفيه أفترض (Roy) أن هدف المستثمر هو تخفيض المخاطر وبالتالي فهو يأمل بانخفاض معياري أدنى في العوائد المتوقعة أو الخسائر المحتملة وقد تزامن ظهور هذا النموذج مع الفترة التي طور فيها ماركويتز نظرية التباين - المتوسط Mean - Variance Theory ، وقد ذكر ماركويتز نفسه أن شبه التباين هو مقياس المخاطر أكثر قبولاً من أسلوب التباين المتوسط لكنه لم يكن معروف كمقياس للمخاطر في ذلك الوقت، وفي نهاية السبعينات استخدم المقياس في عدد من البحوث شملت 08 قطاعات صناعية وقد كانت النتائج أفضل بالمقارنة مع التباين الأمر الذي شجع الدكتور (Frank Sortino) في بداية ثمانينات القرن الماضي على وضع تعريف رسمي لهذا المقياس كأفضل وسيلة لقياس مخاطر الاستثمارات بالمقارنة مع الانحراف المعياري، وقد عرف على أنه تخمين لاحتمالية تعرض ورقة مالية للانخفاض في قيمتها كنتيجة للتغير في ظروف السوق، أي أنه يعكس سيناريو الحالة الأسوأ للاستثمار أو مقدار الخسارة التي سيتحملها المستثمر ويشار بهذا المعنى إلى التقلبات التي تقابل الارتفاع في سعر الورق المالية وإلى التحركات السالبة في سعر الورقة المالية في القطاع أو السوق والأخير قد يستخدم كمؤشر على توقف النمو الاقتصادي لبلد ما.

ومن مبررات استخدام الجانب السالب من المخاطرة رغم أهمية (بيتا) كمقياس للتقلب الشرطي فإنه وعلى مدى أكثر من 50 عاماً من النقاش الأكاديمي لم يتفق الباحثون على اعتبار الـ (β) المقياس الأكثر ملائمة للمخاطر، بل إن بعضهم دعا إلى التخلي الكلي عن هذا المقياس، فقد وجدت الدراسات التطبيقية أن استخدام نموذج (CAPM) لتقدير معدل العائد المطلوب يعاني من عدة مشاكل لعل في مقدمتها أن النموذج لا يعمل إلا في أسواق عالية الكفاءة، وتأسيساً على هذا الافتراض يتناوب الكثير من الباحثين استخدام معادلته لتقدير العائد المتوقع مرة والعائد المطلوب في أخرى باعتبار أن مثل هذه الأسواق تتيح توفر معلومات متوازنة لجميع المستثمرين وبالتالي ليس بمقدور أحد منهم تحقيق عائد فوق المعدل، ما يجعل العائد المتوقع مساوياً للعائد المطلوب. وللحصول على بيتا السالبة لأي ورقة مالية (Downside beta) كمقياس بديل عن الانحراف شبه المعياري فإن شبه التباين المشترك يمكن أن يقسم على شبه تباين عوائد السوق.<sup>1</sup>

### رابعا - إدارة مخاطر الاستثمار:

تباينت آراء الكثير من المختصين بشأن إنشاء إدارات للمخاطر في شركات الاستثمار على غرار تلك الموجودة في البنوك، لكن الأغلبية العظمى من تلك الآراء شددت على ضرورة وجود هذه الإدارات للتحكم في مخاطر استثماراتها وتخفيضها إلى مستويات مقبولة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> علي جبران عبد علي. تأثير استخدام نموذج الجانب السالب من المخاطرة (Downside Risk) على معدل العائد المطلوب. 2016. ص 04.

<sup>2</sup> محمد عمر باطويح. جدوى إنشاء إدارة للمخاطر في الشركات الاستثمارية. مكتبة آفاق. ص 22.

عبارة " إدارة المخاطر " هي مفهوم مفتوح ليس له تعريف محدد ثابت متفق عليه فكل مختص في هذا مجال معين له تعريفه الخاص لهذا المفهوم، وقد عرِّفت إدارة المخاطر بعدة تعريفات منها<sup>1</sup>:

-إدارة المخاطر :هي عملية مستمرة من اتخاذ وتنفيذ القرارات التي من شأنها أن تقلل إلى حد مقبول من حالة عدم اليقين المتعلقة بالتعرض للمخاطر التي تؤثر على المنشأة، بعبارة أخرى هي الميل الطبيعي للمنظمة من أجل الموازنة بين الفرص والتهديدات. تتم إدارة المخاطر من خلال رقابة مجلس الإدارة والإدارة العليا لتحديد، قياس، متابعة ومراقبة جميع المخاطر و إعداد تقرير عنها.

-إدارة المخاطر :هي عملية زيادة قيمة المنشأة من خلال تقليل احتمالات فشلها وإعسارها .

-إدارة المخاطر :هي العملية التي تتركز وتتنحصر على تخمين وتقييم تأثير التغيرات في عوامل الخطر المختلفة على قيمة الأصول .

-إدارة المخاطر :هي تنظيم متكامل يهدف إلى مجابهة ومواجهة المخاطر بأفضل الوسائل وبأقل التكاليف من خلال إكتشاف وتحليل وقياس هذه المخاطر وتحديد وسائل مجابته باختيار أنسب هذه الوسائل لتحقيق الهدف المنشود.

فالهدف من إدارة المخاطر هو تحديد وقياس و التواصل بشفافية مع أصحاب المصلحة المناسبين وأنواع ومدى المخاطر التي تواجه الشركة أو الصناعة ( في نظر المنظم )، ومن الممكن اقتراح الأساليب على كيفية مواجهة التعرض لهذه المخاطر. إذ تشكل المخاطر عنصراً أساسياً في عمل الشركات واتخاذ القرارات الاستثمارية، مما يتطلب إدارة كفوءة لها، لاسيما مع زيادة تقلبات الأسواق المالية العالمية وتطوير تقنيات جديدة للتعامل مع المخاطر.<sup>2</sup>

كما أن إدارة المخاطر لم تعد خاصة أو اختيارية فهي الاهتمام اللازم في كل مرة نتخذ قرارا وهو مطلوب لتحقيق نتائج ذات نوعية جيدة، إذ يجب علينا محاذاة بناء أنشطتنا وصنع القرار مع أهداف والنتائج التي تساعدنا على الوصول إلى أهدافنا الاستراتيجية أو بنجاح تنفيذ الخطط التشغيلية لدينا. وإدارة المخاطر فإنه يأخذ في الاعتبار بيئات فريدة وتطبق المعايير الموصوفة في الطريقة التالية<sup>3</sup>:

**وضع إطار للمخاطر:** يتم تعيين نطاق لتقييم المخاطر من خلال تحديد الأهداف وأسباب تقييم المخاطر والإطار القانوني لذلك، كما يجب تحديد أصحاب المصلحة ومن ثم جمع المعلومات الأساسية وتوفيرها .

**تحديد المخاطر:** ويكون ذلك من خلال تحديد مصادر الخطر ومجالات التأثير بما في ذلك التغيرات في الظروف وأسبابها والعواقب المحتملة، حيث يتم الإجابة عن أسئلة متعلقة بكيفية حدوث الخطر ومكان وقوعه وسبب وقوعه وآثاره ومن يمكنه التأثير فيه.

<sup>1</sup> سعدي خديجة. إشكالية تطبيق معيار كفاية رأس المال بالبنوك وفقا لمتطلبات لجنة بازل. أطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان. 2017. ص 07.

<sup>2</sup> مهدي عطية موحى الجبوري. استخدام السيناريو كإطار لقياس مخاطر الموجودات المالية/دراسة تحليلية. ص 127.

<sup>3</sup> مايو عبد الله وبوقفة عبد الحق. أثر تطبيق مبدأ التحوط المحاسبي على إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية. مجلة الريادة للاقتصاديات الأعمال. المجلد 03. العدد 05. 2017. ص 14.

**تحليل المخاطر:** ويتم ذلك عن طريق عن تقييم إحتمال حدوث الخطر وتقييم مستواه وتحديد الضوابط الحالية والتي تمكن من التخفيف من أثره، والتي تكون قابلة للقياس وقابلة للتكرار ويمكن أن تشمل التشريعات والسياسات والإجراءات، وتدريب الموظفين، وتصنيف الأعمال إلى منخفضة، متوسطة وعالية. **التقييم:** ويكون ذلك من خلال تقرير ما إذا كان الخطر مقبول أو غير مقبول، بالإضافة إلى تحديد الإجراءات المستقبلية الأزمة وكيف يتم التعامل معها، حيث هناك عادة الكثير من الآثار المحتملة التي تم تحديدها يمكن معالجتها.

### المبحث الثاني: بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية

لقد شهد الاستثمار في الأوراق المالية تطورات كبيرة من نواحي متعددة، حيث ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة، وكان لهذه النظريات أثر كبير في تغيير الطريقة التي يتم فيها اتخاذ القرار الاستثماري، ومن جهة أخرى شهدت بورصات الأوراق المالية تطوراً كبيراً في كافة جوانب عملها التقنية والتشريعية مما سهل التداول في الأوراق المالية، إضافة إلى تطوير طرق نشر المعلومات بحيث أصبحت متوفرة للجميع من خلال المواقع الإلكترونية للبورصات وهيئات الأوراق المالية وشركات مزودي المعلومات.<sup>1</sup> جاء موضوع المحافظ الاستثمارية كتطوير لعلم الاستثمار لمواجهة الحاجات الجديدة التي ظهرت للمستثمرين، وخاصة من النوع المؤسسي Institutional Investors. فمع توسع الفرص الاستثمارية المتاحة وتنوعها، وازدياد حجم الأموال الباحثة عن توظيفات، ظهرت الحاجة إلى المحافظ للاستفادة من خبرات المتخصصين في الاستثمار، وتقادي المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الأموال خاصة في ظل التقلبات التي تميز الأسواق المالية. نحاول في هذا المبحث تناول موضوع محفظة الأوراق المالية من حيث مفهومها وتشكيلها واستراتيجيات تسييرها وكيفية تقييم أدائها.

### المطلب الأول: مدخل عام لنظرية المحفظة

الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق " العائد " و على ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير والتي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، و بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر الخطر، فلا يخلو أي مشروع منه حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطر، ولتقادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، وهذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتواها. نتعرف في هذا المطلب على المقصود من المحفظة الاستثمارية وعلى المعايير التي يتم على أساسها التفرقة بين محفظة وأخرى.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> سامي خطاب. المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. 2007. ص 04.  
<sup>2</sup> بن موسى كمال. المحفظة الاستثمارية: تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. العدد 03. 2004. ص 37.

## الفرع الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

إن أول من كتب في المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي Markowitz وذلك عام 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال Sharpe و coren حيث ظهرت هذه الدراسات في بريطانيا والولايات المتحدة خلال الخمسينات والستينات، حيث ظهر في الوقت عدد كبير من المصارف والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل استثمار استثماراً صحيحاً وتحقيق دخل جيد للمصرف وللمدخر، وكان هنالك عدد كبير من المدخرين، وكذلك ظهر عدد كبير من الصناديق المشتركة مثل صندوق التقاعد المدني وصندوق الضمان الاجتماعي وصناديق توفير البريد وغيرها من هذه الصناديق حيث تم جمع مبالغ كبيرة من المدخرات، ولكن عدداً من مدراء المصارف والمؤسسات المالية غير المتخصصة أصابهم الغرور، وبسبب أن هؤلاء المدراء غير متخصصين في إدارة المحافظ ولم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ فشلوا في إدارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق، وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصين طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة لذلك حققوا نجاحاً كبيراً، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ.<sup>1</sup>

## أولاً - مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة بأنها مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية مثل العقارات والذهب أو مالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية أو مزيج من النوعين من الأصول،<sup>2</sup> يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنوع مكوناتها. تتكون المحفظة من أصول مالية يسعى المستثمر من خلال توظيفها إلى الحصول على عائد<sup>3</sup>، كما تعني المحفظة بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية بأنها توليفة أو مجموعة من الأوراق المالية لشركات تكون ذات خصائص مختلفة مثل ( الأسهم ، السندات ، المشتقات المالية... الخ ) ومثل هذه المجموعة من الأوراق يتشكل منها محفظة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية Security Portfolio. لذا نجد البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار المشتركة تكون أحياناً مجبرة ضمن القانون بتكوين محافظ استثمارية متنوعة، كما يحق للأفراد أيضاً إمتلاك مثل هذه المحافظ. يقصد بالمحفظة المتنوعة Diversified Portfolio : إمتلاك مستثمر عدد من الأوراق المالية لشركات مختلفة في آن واحد بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار، فالمستثمرون يهتمون بعوائد ومخاطر المحفظة ككل وليس بارتفاع أو انخفاض أسعار كل ورقة مالية على حدى.

<sup>1</sup> رامي محمد محمد. تطبيق المبادئ العلمية لتكوين محافظ الاستثمار في المصارف التجارية السورية، مجلة جامعة تشرين لمبحوث والدراسات العلمية. المجلد 40. العدد 02. ص 59.

<sup>2</sup> Jules SADEFO KAMDEM, Methodes Analytiques pour le risque des Portefeuilles Financiers, these de doctorat, l'universite de Reims Champagne-Ardenne, 2004, page 54.

<sup>3</sup> Robert GOFFIN, principes de finance moderne, ECONOMICA, 5 eme edition, Paris, 2008, page 39.

- بشكل عام يمكن تصنيف موجودات المحافظ الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين هما: <sup>1</sup>
- **الموجودات المالية** : وتمثل ما يستحق أو يتحقق عن القابلية الإيرادية للموجودات، ويتم التعبير عن هذا الاستحقاق من خلال إصدار شهادة رسمية تقرر الخصائص والحقوق المرافقة لذلك الاستحقاق.
  - **الموجودات الحقيقية**: وهي لا تتعلق بمستحقات مالية وإنما بحيازة المستثمر للموجودات الحقيقية ذاتها المكونة للمحفظة وكلما ارتفعت قيمة هذه الموجودات ارتفعت حصة المستثمر من المكاسب الرأسمالية. وعليه، يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، وهي تتكون من أصليين أو أكثر بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر وعلى أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواء كان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد. وتخضع المحفظة لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة قد يكون مالكا لها كما وقد يكون مأجوراً وحينئذ ستفاوتت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة.
- كما يمكن تعريف نظرية المحفظة الاستثمارية بأنها تلك النظرية التي تقوم على مزج ورقنتين ماليتين أو أكثر مع بعضها في حقيبة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأسمال المحفظة على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار ورفع القيمة السوقية لرأسمالها، أي تنوع الأدوات الاستثمارية في المحفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة، ويأخذ التنوع بعين الاعتبار مقدار العوائد المنخفضة عن كل أداة أو أصل مالي في المحفظة ومدى المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر بهذه العوائد.

ولعل من أهم القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة هو ما يعرف بقرار المزج الرئيسي ( Major Mix Decision) والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسمالها الكلي. وتبرز في هذا القرار مهارة المدير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى Optimum portfolio والتي يحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنوع وبدرجة تحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المتوقع للمحفظة مع تخفيض مخاطرها المرجحة الى حد أدنى.<sup>2</sup>

**ثانياً . أهداف المحفظة الاستثمارية:**

- إنَّ الأهداف الأساسية من تشكيل المحفظة الاستثمارية تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>
- المحافظة على رأس المال الأصلي: إنَّ هذا الهدف يشكل الأهم الأكبر لمدير المحفظة الاستثمارية حيث على الرغم من أنه يسعى لتحقيق الأرباح والعوائد المناسبة، إلا أنَّه قبل ذلك يهتم باسترداد رأسماله الأصلي، ولهذا يأتي هذا الهدف في طليعة اهتمامات مدير المحفظة.

<sup>1</sup> أحمد صبحي جميل. الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد 44. 2015. ص 274.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى و مروان ابو عرابي. مدى استخدام البنوك لسياسة التنوع للحد من المخاطر. ص 09.

<sup>3</sup> عبد الفتاح الثلجة. إدارة المحفظة الاستثمارية. جامعة دمشق. 2014. ص 04-05.



- تحقيق أقصى عائد ممكن: يشكل هذا الهدف الحافز الأساسي الأكبر من أجل الاستثمار وهو المعيار الذي يضعه مدير المحفظة في الحساب عندما يقوم بتكوين هذه المحفظة.
- نمو رأس المال وتعظيم الثروة: يعتبر نمو رأس المال من الأهداف الرئيسية لجميع المستثمرين، كما يعتبر مؤشر للنجاح في العملية الاستثمارية، ولهذا يسعى مدير المحفظة لتحقيق هذا الهدف من خلال تكوين محفظة استثمارية تشمل على الأوراق المالية ذات النوعية الجيدة والتي تترافق بزيادة في القيمة السوقية بصورة مضطربة. هذا ويميل العديد من المستثمرين لكي يكون هدف تعظيم الثروة ورأس المال أهم من الهدف المتعلق بتحقيق أقصى عائد ممكن، ونحن لا نرى وجود تعارض بين هذين الهدفين، بل إنَّ تحقيق أحدهما يمكن أن يقود إلى تحقيق الآخر.
- تلبية متطلبات السيولة: نظراً لتعرض البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لطلبات المودعين وطلبات المقترضين، فإن توفر السيولة النقدية في هذه المؤسسات أمراً في غاية الأهمية وهو أيضاً الدافع لتشكيل محفظة استثمارية تضم أوراق مالية ذات أجل قصير سهلة التسويق والتحول إلى سيولة.
- تجنب التعرض لمخاطر الإفلاس: إن تقليل المخاطر شيء ضروري يجب أخذه بالحسبان عند القيام بالاستثمار، لأن المخاطر الشديدة يمكن أن تقود إلى بعثرة الثروة والإفلاس. وإذا كان لا بد من وضع هدف وحيد للمحفظة الاستثمارية فإنه سيكون مزيجاً من مجمل الأهداف السابقة وهو تحقيق أعلى عائد ممكن على الاستثمار مع تقليل المخاطر التي يتعرض لها.
- تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانب من الضرائب المدفوعة على إيرادات المحفظة، بالإضافة إلى الاستفادة من الحوافز الضريبية الموجودة في الكثير من الأنظمة.<sup>1</sup>

### ثالثاً . أنواع المحافظ الاستثمارية:

- يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطر التي يمكن أن تتحملها إلى الأنواع التالية:<sup>2</sup>
1. **محافظ العائد المنتظم:** يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض الحصول على عائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعليه فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد. وعليه يعتبر الهدف الرئيسي المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً.
  2. **محافظ الربح والنمو:** وهي محافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع

<sup>1</sup> المنجي محمد العرفاوي. عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها. جامعة المجمع. 2014. ص 04.

<sup>2</sup> سلمان عادل. دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي. رسالة ماجستير. جامعة بسكرة. 2014. ص 113-114.

أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مقابل تحمل درجة مخاطر مرتفعة، وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة.<sup>1</sup>

3. **محافظ الربح والعائد " المختلطة "**: تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلاً كبيراً وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر.<sup>2</sup>

4. **المحافظ التقليدية**: هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، ما يعني تحمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

5. **المحفظة المهاجمة**: هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطر كبيرة لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص.

6. **المحفظة الحذرة**: هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل .

7. **المحفظة المضاربة**: تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة.

كما يمكن تصنيف محافظ الاستثمار وفقاً لمكوناتها، نذكر منها على سبيل المثال :<sup>3</sup>

1. **محافظ الأسهم العادية**: على الرغم من أن الأسهم العادية تشتمل خصائص محددة، فإنها تختلف باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك المحافظ التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة، بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة ... وهكذا.

2. **محافظ السندات**: يقصد بمحافظ السندات تلك التي تتكون من سندات فقط، وفي هذا الصدد توجد محافظ تتكون من تشكيلة من السندات التي تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، وهناك المحافظ التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة، التي تولد عائد منخفض نسبياً ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، كذلك توجد المحافظ المختلطة أي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة، وتتباين معها المخاطر والعائد المتولد.

<sup>1</sup> السيد سالم عرفة. إدارة المخاطر الاستثمارية. دار الحرية. 2002. ص 74.

<sup>2</sup> عصام حسين. أسواق الأوراق المالية. دار أسامة. 2008. ص 206.

<sup>3</sup> محمد الحسين. إدارة المحافظ الاستثمارية. جامعة دمشق. ص 11-12.



3. **المحافظ المتوازنة:** يقصد بالمحافظ المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت محدد، مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، لذا يطلق عليها أيضا بالمحافظ المنوعة.

4. **محافظ سوق النقد:** يقصد بمحافظ سوق النقد تلك المحافظ التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق، ومن الأمثلة على الأوراق المالية قصيرة الأجل اذونات الخزنة، شهادات الاستثمار، والكمبيالات المصرفية .

#### رابعاً. ضوابط المحافظ الاستثمارية:

هناك بعض المعايير التي يجب وضعها في الاعتبار عند اختيار أنواع الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية ومنها معيار العائد والمخاطر، حيث يتم تطبيق اختيار الأوراق المالية عن طريق معدل العائد والخطر الخاصة بكل ورقة ويتم اختيار الورقة التي تعطي أقل مخاطر وأكبر عائد، مع الأخذ في الاعتبار درجة الارتباط بين العوائد والمخاطرة في المحفظة. وحتى يتمكن مدير المحفظة الاستثمارية من التسيير الحسن لهذه المحفظة فهو يحتاج إلى تحديد مسبق لعدة ضوابط يقوم بمناقشتها مع صاحب المحفظة حتى تأتي مطابقة تماما لرغباته واحتياجاته، ويمكن تحديد هذه الضوابط والقيود فيما يلي:<sup>1</sup>

1. **ضوابط وقيود زمنية:** يقصد بالقيود الزمنية المدى الزمني (قصير أو متوسط أو طويل) الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمارية فيه مستثمراً لأمواله، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما اتسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة، وكلما كان قادراً على القيام بعمليات التنوع والتوزيع للأوراق المالية التي ستحتويها بشكل سليم أو أكثر فعالية.

2. **ضوابط وقيود رأسمالية:** وهي تتصل بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحيازة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب من الأوراق المالية، وكلما كانت الأموال والموارد المالية المتاحة لمدير المحفظة كثيرة كلما كانت قدرته على الشراء أو تمويل شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية أكبر وأكثر توافقا. هذا فضلا عن أن وفرة الأموال تمكن مدير المحفظة من اقتناص الفرص السانحة وانتهازها للحصول على أوراق بعينها بسعر معين وعدم الاضطرار إلى بيع أوراق لديه في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال لدواعي توفير سيولة معينة لصاحب المحفظة.

3. **ضوابط الحاجة إلى تسييل المحفظة:** حيث كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة، في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل، أو جانب منها وبشكل مفاجئ، أو في الأجل القصير لاعتبارات معينة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق له الهدف، أي يقوم باختيار الأوراق سريعة التداول والتي عليها طلب كبير في البورصة ويوجد متعاملين راغبين في الحصول عليها والمضاربة على أسعارها، وبالتالي عندما يقرر بيع أي جزء منها يتمكن بسهولة من ذلك.

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. دار الفكر. الطبعة الأولى. 2010. ص 231-232.

4. **ضوابط وقيود ضريبية والتزامية:** كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات مزايا وإعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة، أو الشركات بذاتها، أو مناطق جغرافية محددة، أو لأنشطة ذات طابع خاص، وقد تكون هذه الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها أو نظير تحقيق شرط من الشروط. ومن ثم يكون مدير الاستثمار في البورصة على علم ومعرفة بهذا كله وما هو المطلوب مراعاته عند تكوين محفظة الأوراق المالية من هذه الأوراق، بل والأهم هو: متى سيزول هذا الإعفاء أو ستختصر هذه المزايا؟ حيث قد تتأثر القدرة الإيرادية وربحية للمشروعات باختفاء الدعم أو المزايا التي تقدمها الدولة من خلال قوانين وتشريعات تشجع الاستثمار، وبالتالي تهتز قيمة الأسهم ومدى جاذبيتها في البورصة تبعا لذلك. في حالة الاستثمار المحلي المباشر في المحفظة، فإن أحد الأسئلة الرئيسية في المجال الضريبي هو ما إذا كان يتم منح بعض أشكال تخفيف الازدواج الضريبي للمساهمين.<sup>1</sup>

5. **ضوابط وقيود المخاطر والأخطار:** تختلف درجة تحمل وتقبل الخطر من فرد إلى آخر، ومن مستثمر إلى آخر، ومن ثم فإن استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطر مرتفعة مقابل الحصول على هذا العائد، ومن ثم يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر.

6. **ضوابط وقيود نفسية ومعنوية:** إن ميول ورغبات احتياجات الأفراد، واتجاهاتهم الاستثمارية وقراراتهم تتأثر بالميول والنوازع العاطفية وتفضيلات كل منهم، والتي تتدخل مجموعة عوامل نفسية ومعنوية في تشكيلها، وبصفة خاصة في التأثير على:

- ادراكات الفرد المستثمر وقدرته على رؤية الأمور وتحديد الاتجاهات الاستثمارية واستشراف الفرص الاقتصادية والاستثمارية السانحة في البورصة، وملاحظة ورصد المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل.
- دوافع وحوافز الاستثمار لديه ومحرضات السلوك وتطلعات ورغبات وآمال وأهداف الاستثمار لديه وما يبتغيه ويسعى للوصول إليه من تكوين وإدارة المحافظ المالية.
- الخبرات والتجارب وأحداث السعادة والحزن وارتباطاتها الشرطية وذات العلاقة، وما مر به خلالها وما اكتسبته من قناعات حاكمة لسلوكه، ويتأثر هذا كله بمدى الاستقرار النفسي والتوازن العاطفي للفرد وإدارة وتدوير الأوراق المالية التي تحويها المحفظة الاستثمارية بشكل كبير.

<sup>1</sup> Les investissements transnationaux de portefeuille face a l'impôt, organismes de placement collectif et distorsions fiscales, France, 1999, page 31.

### الفرع الثاني: عائد ومخاطر المحفظة الاستثمارية

من المعروف أنه من وراء كل عملية استثمارية تحقيق عائد بأقل مخاطرة، ومع ذلك فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الأعلى والتي تنطوي على مقدار مخاطر عالية يمكن أن يؤدي إلى خسارة المستثمر للثروته كلها.

#### أولاً. عائد المحفظة الاستثمارية:

إن حساب العائد المتوقع من حيازة المحفظة المالية يتوقف على مساهمة الاستثمارات الفردية، لكن على العكس من ذلك بالنسبة لمخاطر المحفظة، لأن خطر محفظة الاستثمار لا يتوقف فقط على المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، بل يتوقف كذلك على أثر الاقتراح الاستثماري على المخاطر الكلية للمحفظة، بمعنى أن خطر محفظة الاستثمار يرتبط بمدى وطبيعة الارتباط بين التدفقات النقدية للاستثمارات التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية.<sup>1</sup>

يفترض للتبسيط بأن هناك نوعين من الأصول المكونة للمحفظة المالية، حيث معدل عائد كل منها

RA, RB على التوالي. وتباين عائدها معرف بـ:  $\delta_A^2$  ،  $\delta_B^2$  على التوالي.

ولنفترض بأن:  $W_A$  الوزن النسبي للاستثمار في شراء الأصل A ضمن المحفظة.

$W_B$  الوزن النسبي للاستثمار في شراء الأصل B ضمن المحفظة.

إن قيمة العائد المتوقع للمحفظة ( $R_p$ ) هو عبارة عن المجموع المرجح لمعدلات العائد المتوقعة لهذه الأصول.

$$R_p = W_A \cdot E(R_A) + W_B \cdot E(R_B)$$

حيث:  $R_A$  ،  $R_B$  : متغيرين عشوائيين لمعدلات عائد الاستثمار في الأصلين A و B على الترتيب.

وبما أن المحفظة متكونة من أصلين فقط أي أن:  $W_A + W_B = 1$  فإن:  $W_A = 1 - W_B$

إذن:  $R_p = (1 - W_B)E(R_A) + W_B E(R_B)$  = عائد المحفظة.

وسيكون عائد هذه المحفظة المتكونة من N أصل محدد بالعلاقة:

$$\begin{aligned} R_p &= E(R_p) = E(W_1R_1 + W_2R_2 + \dots + W_iR_i) \\ &= W_1E(R_1) + W_2E(R_2) + W_3E(R_3) + \dots + W_N E(R_N) \\ &= \sum_{i=1}^N W_i E(R_i) \end{aligned}$$

وتجدر الإشارة إلى أنه من المحتمل أن يكون عائد محفظة أصغر أو يساوي أو أكبر من مجموع

عوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة، وذلك حسب حجم وإشارة التباين المشترك لتلك العوائد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الرزاق كبوط. مقياس النظرية المالية. 2010. ص 15-16.

<sup>2</sup> آفين فانق. أثر تنويع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة. رسالة ماجستير. جامعة حلب. سوريا. 2015. ص 57.

Markowitz كان أول من يقيس ربحية المحفظة من خلال العائد المتوقع والمخاطر من خلال تباينها. ويتمثل نهج Markowitz، يطلق عليه أيضا متوسط التباين، في تقليل مخاطر هذه المحفظة إلى الحد الأدنى عن طريق تحديد الحد الأدنى للعائد المتوقع من قبل هذا المستثمر أو العكس، أي تعظيم العائد المتوقع عن طريق تحديد الحد الأدنى من المخاطر المطلوبة من قبل هذا المستثمر.<sup>1</sup>

### ثانيا. مخاطر المحفظة الاستثمارية:

تتوقف درجة خطورة الاستثمار في محفظة من المحافظ الاستثمارية على التنبؤ السليم بعوائد استثمار لكل وجه من أوجه استثمارات المحفظة على حده، ويزداد أو يقل الخطر حسب الانحرافات بين العوائد المتوقعة والعوائد الفعلية للمحفظة، وكلما زادت أو قلت الانحرافات زادت أو قلت درجة خطورة الاستثمار في المحفظة والعكس صحيح، لذلك يعتبر التباين والانحراف المعياري للتقلبات في معدلات العوائد المتوقعة عن متوسطها الفعلي مقياس ملائم لدرجة خطورة الاستثمار في المحفظة.<sup>2</sup>

يمكن بناء بعض المحافظ التي تشكل محور انشغالنا (على سبيل المثال التي تحقق لنا أدنى المخاطر) عن طريق تحديد قيمة الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة وأن خطر أصل ما في محفظة يقاس بمقدار مساهمته في تكوين خطر المحفظة ويمكن استخدام أسلوبين لقياس مقدار مخاطرة الأصل في مخاطرة المحفظة كما يلي :

**1- المقياس المطلق :** فبالنسبة لأصل  $i$  فإن معامل تغاير عائد المحفظة مع عائد الأصل  $i$  عبارة عن محفظة يكون متوسطها مرجح لمعاملات التغاير لعوائد الأصول التي تتضمنها المحفظة مع عائد الأصل  $i$  كما يلي :

$$\delta ip = \sum_{j=1} Wj \delta ij$$

و ينتج من ذلك أن تباين المحفظة = المتوسط المرجح لمعاملات تغاير الأصول مع المحفظة

$$\delta p = \sum_{i=1}^N Wi \delta ip$$

و منه يمكننا تحديد عبارة تباين المحفظة المؤلفة من اصلين مخاطرين كما يلي :

$$\begin{aligned} \delta p^2 &= W1\delta 1p + W2\delta 2p \\ &= W1COV(1, p) + W2COV(2, p) \end{aligned}$$

تطبيقا للعلاقة السابقة نجد :

<sup>1</sup> EL HACHLOUFI Mostafa, Les Apports de l'Intelligence Artificielle aux Approches Probabilistes pour l'Optimisation de Portefeuille d'Actifs Financiers, THÈSE DE DOCTORAT, UNIVERSITÉ MOHAMMED V, 2013, page 12.

<sup>2</sup> أحمد نصر محمود البدوي. تقييم الأداء الاستثماري لمحافظ استثمار أموال واحتياطات التأمينات الاجتماعية بالتطبيق على الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية. رسالة ماجستير. جامعة القاهرة. 2014. ص 65.

$$\begin{aligned}\delta p^2 &= W1(W1\delta_{11} + W2\delta_{12}) + W2(W1\delta_{21} + W2\delta_{22}) \\ &= W1(W1\delta_1^2 + W2\delta_{12}) + W2(W1\delta_{21} + W2\delta_2^2) \\ &= W1^2\delta_1^2 + W2^2\delta_2^2 + 2W1W2\delta_{12}\end{aligned}$$

و هي نفس العلاقة التي توصلنا لها سابقا.

إن تباين المحفظة يساوي المتوسط المرجح لمعاملات التباين لكل أصل في المحفظة مع المحفظة ككل، هذه العلاقة يمكن تعميمها في حالة N أصل مالي في المحفظة .

2 - باستخدام المقياس النسبي  $\beta_{ip}$

$$\beta_{ip} = \frac{COV(i, p)}{\delta_p^2} = \frac{\delta_{ip}}{\delta_p^2}$$

حيث

يحدد  $\delta_{ip}$  مقدار مساهمة الأصل i في تكوين خطر المحفظة p ككل و بالتالي فهو يشكل مقياس لخطر الأصل في المحفظة.

و المقدار  $\beta_{ip}$  هو معامل بيتا للأصل i بالنسبة للمحفظة p أو لمعامل التغير للأصل i مع المحفظة مقسوما على تباين المحفظة :

- فإذا كان  $\beta_{ip}$  أكبر من الواحد فإن ذلك يعبر بأن خطر الأصل i أكبر من خطر المحفظة ككل (متوسط  $\beta_{ip} = 1$ )  $\sum_{i=1}^N W_i \beta_{ip} = 1$  و هنا نكون أمام تفسيرين لـ  $\beta$  :

- تعبر  $\beta$  عن التأثير الهامشي (الحدّي) للأصل i على الخطر الإجمالي للمحفظة (مدى حساسية خطر المحفظة للتغير بفعل إدخال الأصل i إلى المحفظة )

فإذا كان لدينا محفظة p و أردنا تغيير تركيبها جزئيا و فكرنا في إدخال الأصل i لها، فما هي الشروط التي يغير فيها هذا الأصل خطر المحفظة ككل ؟

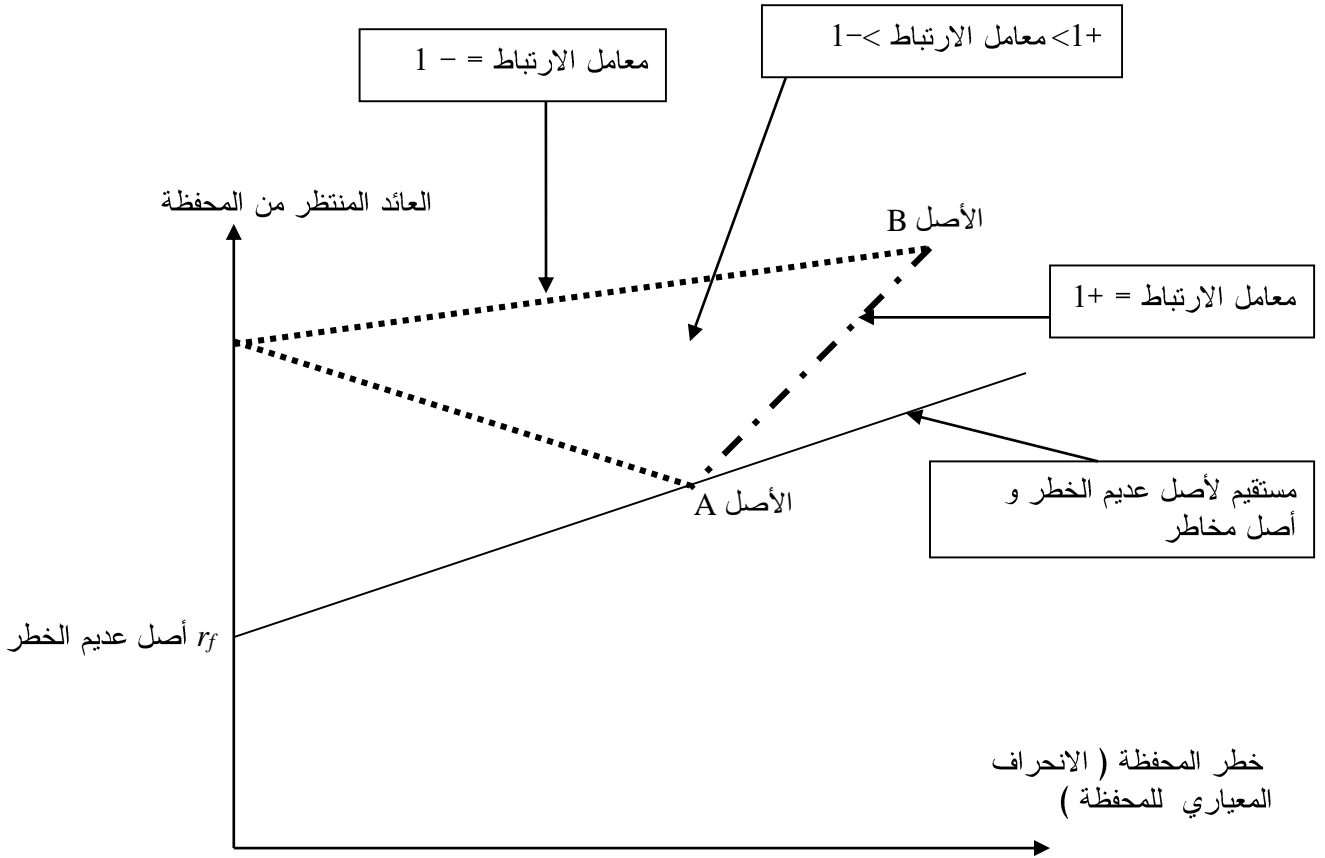
فإذا استثمرنا النسبة  $W_i$  في الأصل i ضمن المحفظة الجديدة و الباقي  $(1-W_i)$  في المحفظة القديمة p فإن خطر المحفظة يساوي  $\delta p^2 = (1-W_i)^2 \delta_1^2 + W_i^2 \delta_2^2 + 2(1-W_i)W_i \delta_{ip}$

و الهدف هو تدنية خطر المحفظة  $(\delta p^2)$  إلى أدنى حد ممكن و بذلك نقوم بإيجاد المشتقة الأولى لهذه الدالة بالنسبة لـ  $W_i$  ثم نوجد قيمة المشتقة عندما  $W_i=0$  فتوصلنا

$$\left. \frac{d\delta p^2}{dW_i} \right|_{W_i=0} = 2(\delta_{ip} - \delta_p^2) \quad \text{إلى :}$$

ويمكن توضيح الأوضاع الأربعة للعلاقة بين الخطر للحفاظة والعائد المنتظر في الشكل التالي :

الشكل رقم (02): العلاقة بين خطر المحفظة و العائد المنتظر للمحفظة المتكونة من أصلين ماليين



المصدر: عبد الرزاق كبوط. مقياس النظرية المالية. 2010. ص 16.

في تعليق أخير يجب ملاحظة أن الانحراف المعياري لدرجة خطورة المحفظة ما هو إلا دالة ليس فقط في الارتباط بين الأوجه الاستثمارية المختلفة لكن أيضاً هو دالة في قيم الانحرافات المعيارية لكل وجه على حدة وكذلك الأهمية النسبية. وبناء على كل ما سبق يتم حساب معاملات الارتباط لمعدلات ريع أوجه الاستثمار المختلفة مأخوذة اثنين اثنين ثم نضرب كل معامل ارتباط في الانحرافين المعياريين لهذين الوجهين كل على حدة وترتب هذه القيم داخل مصفوفة تسمى مصفوفة التباين.

فضلاً عن ظهور كلاً منهما في مصفوفة على حدة، فدائماً هناك تباين لكل وجهين متحدين معاً عند تقدير الانحراف المعياري لعوائد الاستثمار لكل وجهين أو أكثر. ولحساب درجة الخطورة في محفظة الاستثمارات (درجة التباين للمحفظة) نضرب مصفوفة التباين السابقة في مصفوفتين أخرتين الأولى هي مصفوفة نسب الاستثمار للأوجه المختلفة خلال سنوات الدراسة والثانية هي مبدول مصفوفة نسب الاستثمار، وبمراعاة شرط ضرب المصفوفات ينتج لنا مصفوفة نهائية يعبر قطرها الرئيسي عن درجة الخطورة الكلية للمحفظة خلال سنوات الدراسة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أحمد نصر محمود بدوي. مرجع سابق. ص 69.

### ثالثاً. نماذج المفاضلة بين عائد ومخاطر أصول المحفظة الاستثمارية:

التحسين من نوعية المحفظة الاستثمارية يمر بخطوتين، الأولى هي ايجاد تركيبة مثلى من الأصول الخطرة، والثانية هي إضافة مجموعة من الأصول بدون مخاطر.<sup>1</sup>

بصفة عامة يمكن القول إن مكونات دالة تحديد السعر تتضمن عاملين، العامل الأول وهو التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار حيث يمكن توقع التدفقات النقدية من خلال أمرين وهما توقع التوزيعات في نهاية السنة أو من خلال التدفقات المتوقعة الحصول عليها عند بيع الأصول. أما العامل الثاني فهو معدل العائد المتوقع أو المطلوب على الاستثمار، وهناك نظريات أو نماذج كثيرة يمكن من خلالها تحديد معدل العائد المطلوب أو المتوقع، من أشهر هذه النماذج والنظريات هي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونموذج العوامل الثلاثة، ونظرية المراجعة، حيث سيتم التعرف على هذه النماذج أو النظريات بشيء من التفصيل.<sup>2</sup>

#### 1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model:

لقد خطت نظريات التمويل والاستثمار خطوات كبيرة خلال العقود الماضية، نحو كيفية التعامل مع المخاطر عند اختيار الاستثمارات المناسبة. وقد كان ماركويتز (Markowitz, 1952) أول من ناقش مفهوم المخاطر وارتباطها بتقلبات العائد، واقترح كنتيجة لهذه العلاقة وسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالانحراف المعياري وبعدها نادى في عام 1959 بضرورة ربط المخاطر بالعائد بحيث يتم اختيار الاستثمارات ذات المخاطر الأقل في حالة تساوي عوائدها. وقد طورت فكرة ماركويتز من قبل شارب (Sharpe, 1964, 1963) حيث أضاف افتراضه بإمكانية المستثمر الاقتراض بمعدل عائد يساوي المعدل الخالي من المخاطر وهي الأذونات الحكومية وشهادات الإيداع. وبعدها طورت الفكرة من قبل (Lintner 1965) (Mossin, 1966) (Hamada, 1972) حتى توصلوا بالنهاية إلى نموذج يعرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يمكن استخدامه ليس في سوق الأوراق المالية فقط، وإنما في تقييم جميع الأصول الاستثمارية على اختلاف أنواعها.

وأصبح يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطر، ولقد جمع هذا النموذج بين المخاطر النظامية ومعدل العائد المطلوب في آن واحد و بذلك أصبح تقييم الاستثمارات أكثر موضوعية باعتمادها على الأساس الكمي للمخاطر بدلا من التقديرات الشخصية للمستثمرين، ونتيجة لارتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول ونتيجة لارتباط العائد بالمخاطر برزت أهمية نموذج (CAPM) في تقييم الأصول الاستثمارية، وذلك من خلال قياسه للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأصول الاستثمارية بشكل عام. كما تبرز أهمية النموذج بالنسبة للمستثمر من خلال تحديد الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر، لذلك يعتبر النموذج كأول "نموذج للهندسة المالية".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, 3 eme edition, Pearson Education, France, 2011, page 361.

<sup>2</sup> اسماعيل جميل الصعدي . العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، رسالة ماجستير. جامعة الأزهر. غزة. 2011. ص 34.

<sup>3</sup> LAJILI Souad, MODELISATION QUANTITATIVE DES MARCHES FINANCIERS : QUATRE ESSAIS SUR LE MODELE A TROIS FACTEURS DANS LE CAS FRANÇAIS, these de doctorat, Université Paris IX – Dauphine, 2003, page 01.



مما تقدم تتضح أهمية نموذج (CAPM) في قياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم استثمار معين حيث قدم مقياساً للمخاطر المحيطة بالأصول التي تتضمنها محفظة الاستثمار.<sup>1</sup> يقوم النموذج على مجموعة من الفرضيات نذكر منها:<sup>2</sup>

– يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومة بين جميع المستثمرين ويستطيعون تحديد نقاط القطع لتشكيل المحفظة الكفءة ولذلك فإن الاختلاف في اختيار المحفظة سوف يعتمد على شخصية كل مستثمر والمخاطر المستعد لقبولها في ضوء منحى السواء؛

– أن جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة ويشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتمثلون في توزيعاتهم الاحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة؛

– أن المستثمر يمكنه أن يقرض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، وأن هذا المعدل متماثل لكافة المستثمرين؛

– يتميز أغلب المستثمرين بخوفهم من المخاطر؛

– المستثمر يجري تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة؛

ويمكن التعبير عن نموذج الأصول الرأسمالية بالصيغة الرياضية التالية:<sup>3</sup>

$$ER = R_F + \beta (R_M - R_F)$$

حيث تعبر معالم النموذج عن المكونات الأساسية للنموذج والتي تتمثل في ثلاثة عناصر (معدل

العائد الخالي من المخاطر، عائد محفظة السوق، معامل بيتا) والتي سيتم تناولها بالتفصيل فيما يلي :

أ- **معدل العائد الخالي من المخاطرة:** إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطر وفقاً لماركوتيز هو أن المستثمر الذي يشتري استثماراً في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار ويمثل العائد الخالي من المخاطر (Rr) بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة. حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائداً مؤكداً كما أن إصدارها يتم من قبل جهات لن تعجز في سداد ما عليها من التزامات لحامل الأوراق المالية، وينطبق هذا الوصف على الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إذا كان تاريخ استحقاقها ينتهي بانتهاء الفترة المحددة للاستثمار، ففي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر أن يحصل في نهاية المدة على العائد الذي يتوقعه في أول المدة ويكون هذا العائد خالياً من المخاطر التالية :

– مخاطر عدم القدرة على السداد: لا تخضع السندات التي تصدرها الدولة لمثل هذا النوع من المخاطر، حيث تعد الدولة هي المدين الوحيد الذي يمكنه تجنب الفشل في سداد الالتزامات حيث أن آخر مرحلة لمواجهة ذلك هي أن تقوم بطبع المزيد من الأوراق المالية لسداد ما عليها من التزامات.

<sup>1</sup> قاسم نايف علوان و ابراهيم الزعلوك. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. العدد 05. 2005. ص 08.

<sup>2</sup> تايه النعيمي د. أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الجازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 96

<sup>3</sup> فؤاد عبد الحميد النواحة. قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم. رسالة ماجستير. جامعة غزة. 2014. ص 75.



- خطر التضخم: وهي عبارة عن نسبة يضيفها المستثمرون إلي معدل العائد الحقيقي لتأخذ بعين الاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود.

- علاوة السيولة: وهي قدرة الأصل المالي على التحول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة قياسا بتكلفة الشراء، إذا فهي مقياس لدرجة بيع الأصل في السوق. فإذا كان الأصل الاستثماري منخفض السيولة فإن المستثمرين يضيفون علاوة (علاوة السيولة) جديدة على السعر لتعويض ذلك.

ب - **معدل عائد محفظة السوق:** تعرف محفظة السوق بأنها المحفظة التي تتميز بالتنوع إلى أقصى حد خلال فترة زمنية معينة، ويقصد بالحد الأقصى للتنوع أن يتم استغلال جميع الفرص المتاحة للتخلص من المخاطر غير المنتظمة، وإن المخاطر المتاحة لاستثماراتها هي مخاطر السوق، وتتضمن محفظة السوق الاستثمار في جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق. ويقصد بعائد محفظة السوق في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية.<sup>1</sup>

إن من أهم النقاط التي توقف عندها الباحثون في الإدارة المالية لدى مناقشتهم لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أنه اعتمد على البيانات التاريخية لتقدير العائد المطلوب ومعامل بيتا والعائد المتوقع، وإمكانية اعتماد النموذج كآلية لتحديد الآثار الخاصة بالمحافظ الاستثمارية على الرغم من عدم عقلانيتها إلا أن العلاقة التي يعرضها النموذج يمكن أن تكون غاية في الأهمية للمستثمر، وأن النموذج يمكن أن يكون بمثابة إطار عام لتكميم العلاقة بين العائد والخطر وتعميمها فهو مفيد ولكنه ليس الأفضل.<sup>2</sup>

إن مراجعة سريعة لبعض الدراسات والبحوث التي ناقشت النموذج، وطبقته، وطورته؛ تعد مسألة مهمة للبحث، فقد ركزت نظرية الإدارة المالية ومن خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على حال المستثمرين، ومخالفة واقعهم لافتراضات النموذج والأهم من ذلك العلاقة التبادلية بين العائد والخطر التي اتخذت عدة أبعاد منها ما يخص خطر سعر الصرف، وقدمت بعض المعالجات لافتراضات النموذج من خلال العائد الخالي من الخطر ومواجهة تحديات التضخم والانحدار، وناقش الباحثون الاتجاه الإستراتيجي في الإدارة المالية، وما فرضه النموذج من تحديات كبيرة في خفض معامل بيتا المطلوب من قبل المدراء وهو أمر مرتبط بعوامل سوقية واقتصادية كلية مرتبطة بالمحافظ الاستثمارية، وأيضاً بكيفية معالجة المخاطر، وعلى الرغم من كل التناقضات التي حاولت النظرية المالية جمعها، إلا أن المدراء لم يستطيعوا التركيز بشكل كبير على آثار تلك التناقضات، وربما يعود السبب في ذلك للافتراضات التي بني عليها النموذج، ولقد أضاف آخرون من الباحثين والكتاب أبعاداً أخرى، وقد وجدت كل الأعمال أن نموذج تسعير الرأسمالي يمكن أن يوضح انحرافات أسعار الأسهم عن مسارها وعوائد السوق. وقد ناقش كتاب آخرون الموضوع من خلال استخدام بيتا المتعدد الأغراض في النموذج، وقد أكد الباحثون العلاقة الراسخة بين العائد المتوقع ومعامل بيتا وأكدوا أيضاً الاستخدام المفيد لمعامل بيتا في النموذج .

<sup>1</sup> مسعي سمير، تسعير القروض المصرفية، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة. 2008. ص 65.

<sup>2</sup> سرمد كوكب الجميل، تطبيق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي في سوق الأوراق المالية في الكويت، مجلة تنمية الراقدين، المجلد 31. العدد 94. 2009. ص 257-258.

لقد كان نموذج تسعير الموجود الرأسمالي ولا زال يعد الأساس الذي يرفد النظرية المالية على الرغم مما يتسم به من نقائص، وقد وجهت العديد من الانتقادات وعبر الكثير من البحوث لهذا النموذج بدء من افتراضاته وانتهاء بالتطبيق والآليات كونه يعتمد متغيراً واحداً ومع كل ذلك يبقى أداة فاعلة في تقييم أداء سوق رأس المال من خلال العائد والخطر. ويمكن القول بأن نموذج تقييم الأصول الرأسمالية هو بمثابة إجراء كلاسيكي يعتمد على تحليل العلاقة بين مردودية المستثمر مع تلك الخاصة بمحفظة السوق بالرجوع إلى المعلومات التاريخية.<sup>1</sup>

## 2. نموذج تسعير المرجح Arbitrage Pricing Model:

طور خلال السبعينات نموذج آخر يفسر العلاقة بين المخاطرة المنتظمة والعائد المتوقع هو نموذج التسعير المرجح، طرح هذا النموذج من قبل روس " Steven Ross " عام 1976 م. بني هذا النموذج على فكرة أنه في الأسواق المالية الكفؤة يكون العائد المعدل بالمخاطرة متساوي ومتماثل لعموم المستثمرين، وأنه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقل ثروة ممكنة وبدون التعرض للمخاطر، وتبرز أهمية نموذج التسعير المرجح في اعتماده على عوامل متعددة إضافة إلى معدل محفظة السوق في احتساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية. ويكمن الافتراض الذي جاء به روس بأن هناك وجهة نظر لمجموعة من الباحثين ترى في هذا النموذج مدخلا جديدا مختلف عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إذ أن هذا النموذج يحتاج إلى تحليل عدة عوامل اقتصادية لها تأثير على النشاط الاقتصادي الكلي مثل أسعار الفائدة، التضخم ومعدلات النمو في الناتج المحلي الخام، حيث يتطلب نموذج التسعير المرجح تحديد هذه العوامل الاقتصادية التي تؤثر على العائد المطلوب كمرحلة أولى، ثم تتم عملية قياس علاوة المخاطر لكل من هذه العوامل، وفي المرحلة الثالثة تحسب درجة حساسية معامل بيتا لكل سهم اتجاه هذه العوامل.<sup>2</sup>

يستخدم نموذج التسعير المرجح APT في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية وأكثرها استخداما هي الأسهم العادية، كذلك في عملية المفاضلة بين الهياكل المالية إذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقل معدل تكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع ومعدل العائد المحقق، كما يستخدم أيضا في قرارات الانفاق الاستثماري الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة. وتتمثل فرضيات هذا النموذج فيما يلي:<sup>3</sup>

- المنافسة التامة في سوق رأس المال؛
- عدم وجود تكلفة للمعاملات، أو الضرائب، أو تكلفت الإفلاس، كما لا توجد قيود للبيع على المكشوف؛
- أن المستثمر يسعى دائما لتعظيم ثروته؛
- تفترض نظرية المراجعة أن عوائد الأسهم تتولد عن عدد من العوامل على مستوى السوق والقطاع ؛

<sup>1</sup> John HULL, gestion des risques et institutions financieres, 3 eme edition, Pearson education, 2012, page 11.

<sup>2</sup> محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010. ص 105.

<sup>3</sup> منير براهم الهندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص 332.

- كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل و تباين محددين ؛
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

ولتطبيق نموذج التسعير المرجح وجب القيام ببعض الخطوات التي تعد شروط، نذكرها كما يلي:

- تحديد عدد المتغيرات الاقتصادية الكلية ؛
- قياس علاوة المخاطرة الصافية لكل متغير من هذه المتغيرات ؛
- تقدير حساسية كل سهم بالنسبة لهذه المتغيرات.

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب نموذج التسعير المرجح فإن العائد على الورقة المالية يتأثر بنوعين من العوامل، هما عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية. ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل في الشكل الموالي:<sup>1</sup>

$$R_i = E(R)_i + b_{i1}\sigma_1 + b_{i2}\sigma_2 + \dots + b_{ik}\sigma_k + \epsilon_i$$

حيث:

$R_i$  : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة

$E(R)_i$  : العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية مساويا للصفر

$b_{ik}$  : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للمتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

$\sigma_k$  : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.

$\epsilon_i$  : تأثير العوامل المرتبطة بالشركة ( المخاطر غير المنتظمة ) على العائد.

### 3 . نموذج العوامل الثلاثة:

أعد الباحثان (Fama & French) عام 1992 دراسة حول نظرية المحفظة و تسعير الأصول، وذلك من أجل تفسير وتحديد العوائد لمحفظة الأسهم، و قد توصلا من خلال دراستهما إلى أن عاملي الحجم والقيمة هما العاملان الأكثر أهمية بخلاف المخاطر السوقية، ولذلك قاما ببناء نموذجهما المعروف ذي العوامل الثلاثة وهي : مخاطر الحجم، مخاطر القيمة والمخاطر السوقية.

قد افترض (Fama & French) أن خط سوق الأوراق المالية يجب أن يحتوي على ثلاثة عوامل، أولها بيتا نموذج تسعير الأصول الرأسمالية والذي يقيس مخاطر السوق للأسهم، و العامل الثاني حجم الشركة و الذي يقاس بالقيمة السوقية لقيمة الأسهم، لأن الشركات الصغيرة تتعرض لمخاطر أعلى من الشركات الكبيرة لهذا يتوقع أن الشركات الصغيرة ستكون لديها عوائد أعلى من الشركات الكبيرة وأن الأسهم الصغيرة تكون أكثر حساسية للمتغيرات في بيئة العمل، والعامل الثالث هو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وإذا كانت القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية فإن المستثمرين سيكونون متفائلين

<sup>1</sup> عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2011، ص 152.

بنظرتهم للمستقبل، لكن من جهة أخرى إذا كانت القيمة الدفترية أعلى من القيمة السوقية فإن المستثمرين سيكونون متشائمين في نظرتهم المستقبلية للأسهم، لذا فإن الأسهم التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية مرتفعة قد تكون محفوفة بالمخاطر، و في هذه الحالة فإن المستثمرين سيطلبون عائداً أعلى لتعويضهم عن المخاطر التي سيتعرضون لها.

في عام 1993 طور هذان العالمان نموذجهما السابق بالاعتماد على نتائج دراستهما، وذلك بتحديد عوامل النموذج بشكل أكثر دقة مما سبق، فالعامل الأول هو علاوة مخاطرة السوق، وهي الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة وهذا العامل يماثل عامل نموذج CAPM إلا أنهما أضافا عاملين آخرين هما حجم الشركة و نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية. وعند تشكيل عامل الحجم قام الباحثان بترتيب جميع الأسهم المتداولة وفقاً للحجم ثم قاما بتقسيمها إلى محفظتين تحتوي إحداهما على أسهم الشركات الصغيرة والأخرى على أسهم الشركات الكبيرة، ثم تم جمع عائد كل محفظة وتشكيل محفظة ثالثة تحتوي على فرق العائد بين المحفظتين السابقتين وأطلق عليها SMB. والهدف من إنشاء هذه المحفظة هو قياس الاختلاف بين عوائد محافظ الشركات صغيرة الحجم و كبيرة الحجم.

أما العامل الثالث فلقد تطلب الأمر منهما ترتيب الأسهم وفقاً إلى نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية B/M حيث أخذت أعلى 30% من نسب الأسهم ذات القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية المرتفعة ووضعت في محفظة أطلق عليها محفظة (H). و أخذت أقل 30% من نسب تلك الأسهم و وضعت في محفظة أخرى سميت محفظة (L) و التي تعني أن نسبة B/M منخفضة، و بطرح عائد المحفظة L من عائد المحفظة H تحصل على العامل الثالث للنموذج و هو HML (High Minus Low).

بعد الوصول لهذه النتائج قام الباحثان بنشرها عام 1993 مؤكداً وجود عوامل أخرى بالإضافة لعامل بيتا تؤثر على عوائد الأسهم، و تعطي تفسيراً أفضل للمخاطر وهي عامل الحجم و نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية.<sup>1</sup>

#### 4 . نظريات التوزيعات:

أ- **نظرية التوزيعات غير ذي صلة Dividend Irrelevance Theory:** ترى هذه النظرية أن المستثمر لا يهتم بسياسة التوزيع التي تتبعها الشركة، حيث تفترض هذه النظرية أن قيمة الشركة تتحدد وفقاً للدخل المتحقق وليس على أساس سياسة التوزيع والمستثمر في الحالة العملية لا يتأثر بسياسة التوزيع، ففي حالة التوزيع وكان المستثمر لا يحتاج إلى عوائد نقدية فإنه سوف يشتري بهذه العوائد الموزعة أسهم أخرى، أما في حالة عدم توزيع الأرباح وكان المستثمر يحتاج إليها فإنه سوف يقوم ببيع بعض الأسهم للحصول على تلك الأرباح، مما سبق ترى هذه النظرية بأنه لا توجد علاقة بين نسبة التوزيعات وبين قيمة الشركة (سعر السهم).

<sup>1</sup> أماني محمد عبد البريكات، اختبار نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009، ص 22.

ب- **نظرية عصفور في اليد Bird-in-the-Hand Theory**: ترى هذه النظرية أن المستثمرين يفضلون الشركات التي توزع نسبة عالية من الدخل بسبب أنهم يفضون من حالة عدم التأكد المستقبلية المصاحبة للمكاسب المستقبلية، كما أن قيمة الوحدة الواحدة من النقود المستلمة الآن أفضل من قيمة الوحدة النقدية من النقود المستلمة في المستقبل، فوفقاً لهذه النظرية فإن هناك علاقة طردية بين نسبة التوزيعات والتغيرات في أسعار الأسهم.

ت- **نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory**: تقترض هذه النظرية بأن المستثمرين يفضلون الشركات ذات نسبة التوزيعات المنخفضة عن الشركات ذات نسبة التوزيعات المرتفعة، وذلك بسبب أن نسبة الضريبة على التوزيعات النقدية أكبر من نسبة الضريبة على المكاسب الرأسمالية، لذا كلما انخفضت نسبة التوزيع كلما حقق المستثمر وفر ضريبي، فوفقاً لهذه النظرية فإن هناك علاقة عكسية بين نسبة التوزيعات والتغيرات في أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى

تعرف المحفظة الاستثمارية المثلى بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد.<sup>2</sup> وظف واضعوا نظرية المحفظة المفهوم الاقتصادي للمنفعة الحدية في تقسيم المستثمرين إلى فئتين هما: فئة المستثمرين الرشيدين وفئة المستثمرين المضاربين. ووفقاً لنظرية المحفظة يحقق العائد على الاستثمار بالنسبة إلى المستثمرين درجات متفاوتة من الإشباع، وذلك تبعاً لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققونها منه، وكما أن المنفعة الحدية للسلع الاستهلاكية تكون متناقصة، فإن المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمر الرشيد تكون هي الأخرى متناقصة. فتتناقص المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لدى المستثمر الرشيد تجعل حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متزايداً باطراد، مما يعني أن أي فرصة تلوح له لتحقيق عائد أعلى على استثماراته ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى العادي للمخاطرة المقبولة لديه، وبالتالي زيادة حساسيته للمخاطرة تجعله متردداً في قبولها. بينما المستثمر المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة وبصورة متزايدة تقلل من حساسيته تجاهها كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد استثماري أكبر. وعلى الرغم من كون هذا يعد قاعدة لدى معظم المستثمرين، إلا أنه توجد بعض الاستثناءات، فقد يوجد أحد المستثمرين المضاربين الذي تتزايد لديه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بشكل متزايد.<sup>3</sup> ولبناء محفظة استثمارية مثلى ينبغي تحديد مايلي :

✓ تحديد مجموعة المحافظ الكفوة ؛

✓ الإختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة مع الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> اسماعيل جميل الصعدي، مرجع سابق، ص 45.

<sup>2</sup> Andre FARBER et autres, finance, 2 eme edition, Pearson education, 2008, page 43.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العيد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص 293.

<sup>4</sup> منية خرباش، أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2012، ص 24.

- نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد.
- نختار الورقة المالية الأكبر عائداً في حالة تساوي المخاطر.

### أولاً . نظرية ماركويتز:

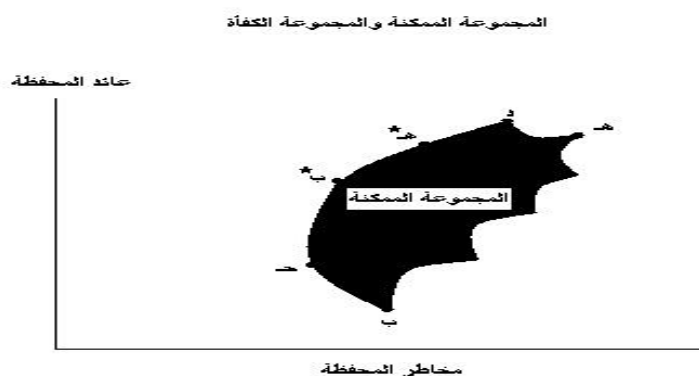
قام هاري ماركويتز بتقديم إضافة جديدة في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال استخدام نموذج البرمجة التربيعية في اختيار المحفظة الاستثمارية عام 1952، الذي يعد من بين التقنيات الكمية الحديث في مجال الرياضيات المالية المعمول بها في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويضع كل مستثمر في عين الاعتبار عاملين عند اختيار أصول المحفظة الاستثمارية هما العائد والمخاطرة، لذلك يكون الهدف الرئيسي من نموذج المحفظة الاستثمارية إما تدنية مخاطرة المحفظة مع تحقيق مستوى مقبول من العائد، أو تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطرة.<sup>1</sup>

**1 . الحد الكفاء:** لتعريف الحد الكفاء نفترض أنه لو كان لدينا عدداً من الأوراق المالية قدره (ن) وتم بناء عدد غير محدد من التوليفات تتفاوت من حيث الأوراق المالية التي تتضمنها أو من حيث نسبة الموارد المخصصة لكل ورقة أو من الناحيتين معاً، ويطلق على هذه المجموعة غير المحددة من التوليفات المجموعة المتاحة أو الممكنة من الاستثمارات. وابتاع نظرية المجموعة الكفاءة والتي تضع أسس للمفاضلة بين المجموعة الممكنة من الاستثمارات ممثلة في شرطين :

- اختيار التوليفة التي تحقق أقصى عائد متوقع ، في ظل مستوى معين من المخاطر .
- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد .

وأي مجموعة من الاستثمارات يتوافر فيها هذين الشرطين نطلق عليها المجموعة الكفاءة أو الحد الكفاء، وذلك لأنها تتسيد كافة الفرص الاستثمارية الأخرى.

الشكل رقم(03): مجموعة محافظ الحد الكفاء



**المصدر:** أحمد عمر القيشاوي، الحد الكفاء في نظرية المحفظة، جامعة غزة، 2004، ص 26.  
ونظرية المجموعة الكفاءة تقضي باختيار المحافظ التي يتوافر فيها الشرطين معاً وحيث أنه في ظل الشرط الأول قد استبعدت المحفظة ب ، وفي ظل الشرط الثاني استبعدت المحفظة ه ، فإن المجموعة

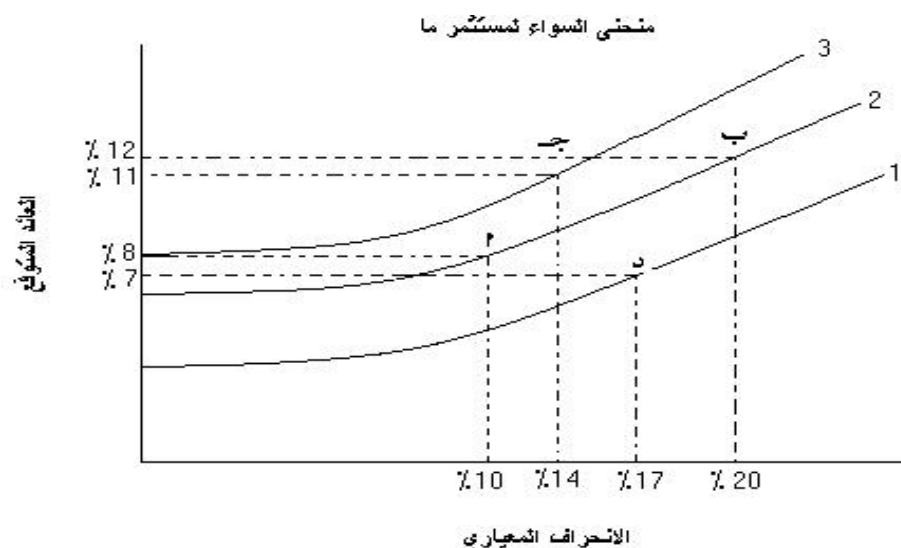
<sup>1</sup> زواوي الحبيب ونعاس مريم نجاة، قياس أمثلية المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية، مجلة روى الاقتصادية، 2015، ص 124.

الكفاءة من المحافظ أو ما يمكن أن تسميه بالمحافظ الكفءة هي التي تقع بين النقطتين د ، ج وما عدا ذلك هي محافظ لا تتسم بالكفاءة.

## 2. منحنيات السواء :

بعد معرفة منحنى الحد الكفاء، يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة الكفوءة من النقاط الواقعة على هذا المنحنى، فلكي تتحدد المحفظة المثلى لأبد من معرفة ميول المستثمر اتجاه الخطر أو بمعنى آخر "دالة المقايضة بين العائد والخطر" من وجهة نظره. وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء. ويمكن رسم عدد لانتهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر، لتمثل المقايضات بين العائد والمخاطرة لمستويات مختلفة من الرضا. ولمستوى معين من الخطر فإن عائدا أكبر يتم الحصول عليه عند انتقال المنحنيات ناحية اليسار. بالإضافة إلى ذلك فإن كل فرد يختلف عن الآخر فيما يتعلق بمنحنيات السواء أو المقايضة بين العائد والمخاطرة.<sup>1</sup> فمنحنى السواء هو أفضل توليفة من الاستثمارات التي يفضلها المستثمر في شأن العائد المتوقع الذي يمثله المحور الأفقي والمخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري والتي يمثله المحور العمودي كما هو موضح في الشكل البياني التالي:

الشكل رقم(04): منحنيات السواء لمستثمر يبغض المخاطر



## ثانيا . نظرية توبين:

أضاف جيمس توبين مصطلح الرافعة إلى نظرية المحفظة بإدراج أصل خال من المخاطر في محفظة تقع على خط الكفاءة، وهو ما مكنه من التوصل إلى محافظ لها خصائص العائد المخاطرة تفضل تلك المحافظ التي تقع على خط الكفاءة الذي قدمه.<sup>2</sup>

يتم الجمع بين منحنى الحد الكفاء ( الذي يمثل مجموعة المحافظ الكفوءة ) وبين منحنيات السواء، ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفوءة عند نقطة التماس بين منحنى الحد الكفاء ومنحنى السواء، حيث

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سابق، ص 294.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 218.



تمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر، وهذا ما أطلق عليه توبين خط سوق الأوراق المالية (Security Market Line) – (SML)، كما أطلق على المحفظة التي تقع عند نقطة التماس بمصطلح المحفظة تامة الكفاءة Super-Efficient Portfolio.

باستخدام الأصل الخال من المخاطر فإن المستثمرين الذي يحوزون المحفظة تامة الكفاءة قد يقومون بالأفعال التالية:

- زيادة Leverage مراكزهم من خلال انقاص Shorting الأصل الخالي من المخاطر واستثمار العوائد في حيازة محفظة أخرى تامة الكفاءة .

- تخفيض Leverage مراكزهم من خلال بيع المحافظ تامة الكفاءة التي في حوزتهم واستخدام هذا العائد في شراء أصول خالية من المخاطر.

وكل المحافظ تقع على خط سوق الأوراق المالية بناء على ذلك فإن المحافظ التي تضم أصلا خال من المخاطر مع محفظة تامة الكفاءة سوف تفضل المحافظ التي تقع خط الكفاءة نفسه من وجهة نظر العائد/ مخاطرة Efficient Frontier. ومن ثم فقد اقترح توبين أن بناء المحفظة يجب أن يمر بخطوتين:

- الأولى: قيام المستثمرين بتحديد المحفظة تامة الكفاءة، ويجب أن يشمل ذلك على نسبة المخاطر لمحافظهم.

- الثانية: يجب أن يزيدو الرافعة المالية أو يخفضوها بالنسبة للمحفظة تامة الكفاءة للوصول إلى أي مستوى من المخاطر.

يعرف خط سوق رأس المال بأنه مجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأتية من العلاقة بين الاستثمار الخالي من المخاطرة مع محفظة السوق. أما خط سوق الاستثمار، أو ما يعرف بخط سوق الورقة المالية Capital Market Line (SML) يعتمد على أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار لأي أصل يتكون من عائد خالي من المخاطرة زائد عامل المخاطرة المعدل المتأتي من حاصل ضرب علاوة المخاطرة المطلوبة لعائد السوق في مخاطرة الأصل، فعند مستوى معين من المخاطر المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بالمعامل بيتا.

## المطلب الثاني: التسيير الاستراتيجي للمحافظ الاستثمارية

تتضمن عملية تشكيل المحفظة التعرف على تلك الأصول الواجب الاستثمار فيها مع تحديد نسبة أو نصيب والثروة الموجهة لكل أصل من طرف المستثمر، وتظهر من خلال هذه العملية أهمية استراتيجية التنوع التي من شأنها تخفيض وتوزيع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر، إلى جانب ذلك لا بد من مراعاة مجموعة من المبادئ والقيود التي تسمح بالوصول إلى محفظة مثلى. نحاول في هذا المطلب معرفة أكثر عن بعض الجوانب المتعلقة بتشكيل المحافظ.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: تشكيل المحفظة الاستثمارية

لتشكيل محفظة استثمارية موافقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لا بد من التحديد المسبق للآليات المعتمدة في تحقيق ذلك من خطوات و سياسات.

#### أولا . خطوات تشكيل المحفظة الاستثمارية:

قبل البدء بعملية الاستثمار من الضروري وضع استراتيجية محددة نبدأ من خلالها بتحديد الهدف والتخطيط للوصول إليه، مع الأخذ بعين الاعتبار أن العملية الاستثمارية تتحمل الربح والخسارة، لذا يجب أخذ الوقت الكافي لدراسة وتوثيق خطتنا، و لتشكيل المحفظة يجب إتباع الخطوات التالية:

#### الخطوة الأولى: التخطيط

بمعنى تحديد الأهداف التي يسعى المستثمر أو مدير المحفظة تحقيقها والوسائل التي تحقق بها هذه الأهداف، ومن خلال هذه الخطوة يتم تحديد فيما يلي:

1- تحديد أهداف و احتياجات المستثمر: وهذا من خلال تحديد رأس المال الذي يرغب المستثمر توظيفه في المحفظة، الأفق التوظيفي واحتياجاته من الأرباح والعوائد المتوقعة، إلى جانب ذلك يجب تحديد مقدار المخاطرة الذي هو مستعد لتحملها وكذا نوعية و خصائص الأصول التي يرغب الاستثمار فيها، الأمر الذي يمكن المدير من اتخاذ قرارات سليمة.

2- تعيين مدير المحفظة : أي تحديد المسؤول عن إدارة المحفظة والشروط الواجب توفرها فيه حيث يجب أن يتميز بكونه قادرا على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب، كما يجب أن يكون على دراية وخبرة واسعة في هذا المجال، إضافة إلى إلمامه بظروف الأسواق المالية.

#### الخطوة الثانية: تحليل مكونات المحفظة

تضمن هذه الخطوة تحليل وفحص مجموعة من الأوراق المالية لغرض تحديد الأوراق الجذابة من أجل رسم السياسة التي سيتم انتهاجها ويتم ذلك من خلال:

1. التحليل الفني: يقوم المحللون الفنيون بتتبع حركة الأسعار وحجم التداول التي سبق تسجيلها في السوق (أي التغيرات السابقة) لاكتشاف سلوك أو نمط حركة الأسعار ليتم على إثرها إتخاذ القرار المناسب للمستثمر، وعلى هذا الأساس يمكن تعريف التحليل الفني على أنه: دراسة حركة السوق بالاعتماد على

<sup>1</sup> زيان ريمة، محددات بناء المحفظة الاستثمارية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2014، ص 98.

الرسوم البيانية وذلك بغية التنبؤ باتجاه الأسعار مستقبلاً. يهدف التحليل الفني بالدرجة الأولى إلى التعرف على الاتجاه العام للأسعار في المستقبل وكشف أي إشارة لاحتمال تغير مسارها بأسرع وقت ممكن حتى يمكن الاستفادة من ذلك بقدر المستطاع في اتخاذ قرارات الشراء و البيع في أنسب الأوقات.

**2- التحليل الأساسي :** وهو دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن المعلومات التي قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر محددات أساسية للقيمة العادلة للسهم الذي تصدره. يستعين المحللون في هذا الصدد بالقوائم المالية معتمدين بذلك على العديد من المؤشرات والنسب نذكر منها: السيولة، الربحية والمردودية، وهذا للتعرف بشكل مبكر على أي تغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع الشركة فتؤثر على أسعار أسهمها.<sup>1</sup>

### الخطوة الثالثة: اختيار مكونات المحفظة

تتكون هذه المرحلة من ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، الذي يتم من خلاله تحديد التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة أو بمعنى آخر يحدد هذا القرار الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأس مالها الكلي، يتم الأخذ بعين الاعتبار في هذا التوزيع نوعية المحفظة، وكذا نتائج مرحلة تحليل الأوراق المالية، بحيث تبرز من خلال هذا القرار مهارة المسير في الوصول إلى ما يعرف بتكوين المحفظة المثلى، ويشمل قرار المزج تحديدا العناصر التالية:

- ✓ أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة.
- ✓ الوزن النسبي لكل أصل أو فئة من الأصول في هيكل المحفظة.
- ✓ القطاعات والأسواق (الواعدة) التي سيتم الاستثمار فيها، ومن جهة أخرى تحديد الأصول التي سيتم الإستثمار فيها في كل قطاع و في كل سوق.

تجدر الإشارة إلى أن تفضيلات المستثمر تأتي في آخر مرحلة من مراحل عملية تشكل المحفظة، فالمحافظ الأقل تباين والمحافظ الأكثر فاعلية هي نفسها بالنسبة لجميع المستثمرين، وعليه فالأمر يرجع للمستثمر في التعبير عن تفضيلاته.<sup>2</sup>

### الخطوة الرابعة: تقييم المحفظة

تتم هذه الخطوة من خلال إخضاع المحفظة الاستثمارية لعملية تقييم مستمرة وهذا لمعرفة مدى سلامة أدائها وتدعيم نقاط القوة أو تصحيحها من خلال التعديل في مكوناتها إضافة إلى التأكد من أن القيمة السوقية قد حققت أهداف المستثمر ويتم التقييم من خلال:

- قياس الأداء: يتم من خلاله فحص القيمة السوقية للأصول المالية ومقارنتها بفترة زمنية سابقة وهذا بغرض معرفة مدى التغير في القيمة السوقية من فترة لأخرى.

<sup>1</sup> مهلمي عبد الحميد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والتوزيع والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2005، ص 47.

<sup>2</sup> Thierry Chauveau, l'équilibre d'un marche financier, LAVOISIER, Paris, 2004, page 107.

- مقارنة الأداء: وهي مقارنة أداء المحفظة بأداء محافظ أخرى أو أحد مؤشرات السوق وذلك لمعرفة مدى صحة قرارات مدير المحفظة ومدى مساهمة هذه القرارات في زيادة ثروة المحفظة المشكلة.

### الخطوة الخامسة: مراجعة المحفظة

يجب مراجعة ومتابعة المحفظة لأن أسعار الأصول تتميز بالتذبذب والعشوائية، حيث تتضمن هذه المرحلة بعض أعمال المراحل السابقة بغية التعديل مثل إعادة تحليل واختيار الأوراق المالية، ويتم فيها اتخاذ قرارات إما بشراء أسهم جديدة وضمها لمجموعة الأصول السابقة أو التخلي عن أصول أصبحت تشكل تهديداً، كما يتم في هذه المرحلة اتخاذ قرارات تتعلق بتعديل السيولة بزيادتها أو تخفيضها تبعاً لما تفرضه معطيات السوق. ويتم تعديل المحفظة بواسطة طريقتين هما: التعديل حسب تقلبات الأسعار وحسب التنبؤات المستقبلية:

أ- **التعديل حسب تقلبات الأسعار:** كما سبق ذكره، فإن تكوين المحفظة يتم وفقاً لظروف واحتياجات كل مستثمر، وعلى أساس السياسة التي انتهجها (محفظة أو هجومية)، لكن كثيراً ما تجبره الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية على إعادة النظر في هيكل المحفظة ولكن دون المساس باحتياجاته التي أخذت بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة لأول مرة، وفي هذه الحالة فإنه من المهم أن يضع المستثمر خطة لإعادة النظر في تكوين المحفظة عند تقلبات الأسعار وذلك قبل أن تدهمه الأحداث.

ب- **التعديل حسب التنبؤات المستقبلية:** يهتم المستثمر بتقدير أسعار الأوراق المالية المستقبلية ويضع سياسات التي ترمي للاستفادة من هذا التنبؤ وهي تشمل:

- تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بالأسعار خلال الدورة الاقتصادية: تتحرك أسعار الأوراق المالية في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترة الراج ترتفع الأسعار وعندما يبلغ الإرتفاع أقصاه يتوقع المستثمر إنتهاء فترة الراج وبداية فترة الكساد التي سيصاحبها إنخفاض في الأسعار وبالتالي يبدأ المستثمر بتعديل محفظة بحيث سيقبل من الأسهم العادية (ذات المخاطر)، ويشترى بحصيلة البيع أوراقاً مالية أخرى مستفيداً من سعرها المنخفض، وفي فترة الكساد يتوقع المستثمر تحسن الأحوال وارتفاع الأسعار في المستقبل وبالتالي يعمل على التقليل ما بمحفظته للاستفادة بالتغير في الأسعار المحتملة في المستقبل.

- تعيل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة: من المعروف أنه تؤثر التغيرات في سعر الفائدة بدرجة أكبر على أسعار السندات طويلة الأجل، وعليه فإن توقع المستثمر إنخفاض أسعار الفائدة في المستقبل فمن الضروري زيادة نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته والتقليل من السندات قصيرة الأجل، وهذا ليستفيد من ارتفاع أسعار السندات طويلة الأجل الناتج عن إنخفاض أسعار الفائدة، وفي حالة ما إذا توقع العكس أي ارتفاع أسعار الفائدة في المستقبل، يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل حتى يقلل من الخسارة الناتجة عن انخفاض قيمتها في المستقبل، مع الإشارة إلى أنه إذا أخطأ المستثمر في تقديره لأسعار الفائدة في المستقبل سيتعرض لخسائر كبيرة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زيان ريمة، مرجع سابق الذكر، ص 107.

## ثانيا: مبادئ تشكل المحفظة الاستثمارية

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة الاستثمارية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر بعضا منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر :

- مبدأ القياس الكمي: ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة الاستثمارية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تتطوي عليها المحفظة المالية، وقياس العائد والخطر لابد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل .
- مبدأ الشمول: ويقصد به اشمال المحفظة الاستثمارية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات حكومية ، أدونات الخزنة ...إلخ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.
- مبدأ الارتباط: ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة الاستثمارية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة.
- مبدأ الجودة: ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطر الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر الجودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.
- مبدأ التنوع: تخصيص الأصول هو ترجمة لتنوع المحفظة الاستثمارية<sup>1</sup>، حيث إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب جميع أنواع الأوراق المالية ذات الخصائص المتنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها:<sup>2</sup>

- ✓ تنوع قطاعي : تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي؛
- ✓ تنوع سوقي: أسواق حاضرة أو مستقبلية، أسواق محلية أو أجنبية؛
- ✓ التنوع في الأوراق المالية : أسهم، سندات؛
- ✓ التنوع في نوعية الورقة المالية : أسهم ممتازة، أسهم عادية، سندات متغيرة الفائدة، سندات ثابتة الفائدة، سندات المساهمة وشهادات الاستثمار.

<sup>1</sup> Olivier PICON, la bourse : ses mecanismes, gerer son portefeuille, reussir ses placement, 14 edition, DELMAS, 2000, page 197.

<sup>2</sup> سلماني عادل، مرجع سابق الذكر، ص 112.

## ثالثاً. سياسات تسيير المحفظة الاستثمارية

يراعي المستثمر عند إدارة المحفظة عامل السيولة والربحية والضمان وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي سيتبعها، فقد تكون هذه السياسة:

- سياسة هجومية : حيث يضمن المستثمر استمرار الدخل وبالتالي يبحث عن تراكم الأرباح فيكون أسلوبه هجومياً ويلجأ إليها المستثمر في حالات الرخاء والازدهار الاقتصادي فيستعمل أدوات استثمارية ناجحة كالأسهم مثلاً ويحتفظ بها عندما تكون الأثمان منخفضة ليبيعه عند ارتفاع الأسعار فيحقق أرباحاً متزايدة.
- سياسة دفاعية: حيث يهتم المستثمر بتكوين الدخل الثابت والمستمر فيكون متحفظاً ويهتم بعنصر الضمان والأمان بحيث يضمن دخلاً مستمراً فيستعمل أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل والعقارات وكذلك الأسهم الممتازة التي تضمن دخلاً ثابتاً مهما كانت الظروف.
- سياسة متوازنة: في هذا النوع من السياسات يحاول المستثمر الجمع بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية فيكون بذلك متوازناً، وأغلب المستثمرين يميلون لهذا النوع من السياسات حيث يحققون عوائد تتناسب ودرجة المخاطر، لكن ذلك لا يمنع من دخوله في عمليات المضاربة إن سمحت له الظروف، ويلجأ المستثمرون الذين يعتمدون السياسة المتوازنة إلى الاستثمار بأدوات استثمارية قصيرة الأجل تتمتع بالسيولة والضمان والربحية كأذونات الخزينة وربما يلجأ بعضهم للأدوات طويلة الأجل كالسندات والعقارات. والهدف من هذا التنوع تقليل المخاطرة والحد من الخسارة في بعض الأدوات.

حتى يتمكن المستثمر من الوصول إلى الأهداف المنشودة يجب عليه تحقيق الأسس التالية:<sup>1</sup>

- التحفظ والتعقل: فعلى المستثمر أن يكون عقلانياً رشيداً في اتخاذ قراره الاستثماري فلا يتهور في مجالات استثمارية ذات مخاطر كبيرة فتجلب له الخسارة.
- التوقيت: وتعني بذلك اختيار المستثمر للوقت المناسب عند دخوله السوق أو الخروج منه، فلا يشتري إلا عندما تنخفض الأسعار ولا يبيع حتى يضمن ارتفاعها، لا سيما وأن الأسعار كثيرة التقلب وهنا يظهر دور الخبرة والأقدمية والمعرفة العملية، على أن يتزامن قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم مع الأحداث والظروف الاقتصادية والسياسية.
- المراقبة والمتابعة : يجب على المستثمر متابعة مراقبة الأسهم فيبيعه إذا شعر أن الأسعار ستخفض حتى يتجنب حدوث خسائر جسيمة وذلك لا يكون إلا بدراسة حركة السوق والأسعار معاً وقوى العرض والطلب كذلك، فيحقق بذلك معدل دوران جيداً من احتفاظه بالاستثمارات الناجحة وتنازله عن الاستثمارات الخاسرة وبالتالي يجب الاستمرار في مراقبة الأسهم في المحفظة لإجراء أي تعديل بصورة دورية حسب أوضاع السوق وأوضاع الشركة المستثمرة بها.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، الطبعة الأولى، دمشق، 2009، ص - ص 237-238.

## الفرع الثاني: استراتيجيات تسيير المحافظ الاستثمارية

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الاستثمارية إلى طريقتين وهما التسيير الساكن و التسيير النشط، ويمثل التسيير الساكن للمحفظة الاستثمارية استراتيجية شراء والاحتفاظ طويل المدى، وعادة ما يتم محاولة مجارة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون بهذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك تعبير indexing، ويجب الانتباه عند استخدام هذه الاستراتيجية إلى أن مجارة المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر. إن الهدف من تكوين محفظة مؤشر ليس التغلب على هذا المؤشر وإنما مجارته من حيث العائد، لذا فإن الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد المحفظة من عائد المؤشر. أما بالنسبة للتسيير النشط للمحفظة فإن هدفها هو التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، لذا فإن من يدير محفظة أسهم وفق هذه الإستراتيجية يلجأ باستمرار إلى تغيير مكونات المحفظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها محفظة السوق ككل.

إن اختيار إحدى الاستراتيجيتين يعتمد على طبيعة السوق والمستثمر ومدى إيمانه بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعرة بغير عادلة (من وجهة نظر المستثمر) فإنه ليس هناك حاجة لإتباع استراتيجية التسيير النشط وما يترتب عليها من كلف إضافية تتمثل بعمولات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة، أما إذا كان اعتقاد المستثمر بأن الأسعار في السوق ليست مقيمة بقيمتها العادلة وأن بإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل لمعلومات السوق شراء أسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق فإنه سيتبع استراتيجية التسيير النشط، وهنا فإن عليه أن يحقق عائد أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي سيتكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة.<sup>1</sup>

### أولاً . التسيير الساكن للمحافظ الاستثمارية:

هي إستراتيجية تبنى على اعتقاد المستثمر بكفاءة السوق وأن الأوراق المالية مقومة بقيمتها العادلة، ومن ثم فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة في مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن هذه الأخيرة لا تتحقق في السوق الكفء إلا بالصدفة والحظ، إذ يشتري المستثمر الأسهم المكونة للمؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر (عائد السوق) وبالتالي فهو يحاول ربط أداء المحفظة بأداء أحد المؤشرات (محاكاة المؤشر) وليس التغلب عليه، وتتطلب هذه الاستراتيجية مراجعة المحفظة بين الحين والآخر وذلك لضرورة إعادة استثمار الأرباح المحققة، ولأن الأسهم المكونة للمؤشر قد تكون عرضة للتغير بسبب الاندماج أو الخروج لتحل أسهم أخرى مكانها. يمكن إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية وهي كما يلي:

<sup>1</sup> عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة، ص - ص 23-24.



- أسلوب المحاكاة التامة : وفي إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماما لمؤشر الأسعار، أي أنه يقوم بشراء نفس مكونات المؤشر بنفس النسب التي يعتمدها. يتطلب إتباع هذا الأسلوب إعادة استثمار الأرباح الموزعة على استثمار في نفس مكونات المحفظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغيير في مكونات المؤشر وهذا التغيير ينعكس على مكونات المحافظ، عند تطبيق هذا الأسلوب في الإدارة الساكنة يظهر عيبين أساسيين هما:
  - ✓ يكون المستثمر بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر) ؛
  - ✓ إن إعادة الاستثمار للأرباح الموزعة قد لا يكون ممكنا بدقة، كما هناك عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.
- أسلوب المعاينة : إن عيوب أسلوب المحاكاة التامة أدى إلى إتباع المستثمرين أسلوب العينة في محاكاة المؤشر، اعتمادا في ذلك على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب و بإمكانية الاعتماد على نتائجه، وهنا فإن المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر، وبالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد حافظته مطابقة تماما لعائد المؤشر.
- أسلوب الانتقاء: يقوم المستثمرين تبعا لهذا الأسلوب باختيار مجموعة من الاستثمارات الاستراتيجية ل يتم شراؤها و الاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمدا على ما توفره هذه الاستثمارات من أرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائدا معقولا يتناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات. ومن أهم استراتيجيات تسيير المحافظ الساكنة :

### 1. استراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy and Hold Strategy

تعد هذه الاستراتيجية من أبسط استراتيجيات تسيير المحفظة الاستثمارية الساكنة لأنها تضمن دخل ثابت وتوفر ضمانات ذات مستويات مرغوبة من الجودة الائتمانية وسعر مقبول للأوراق المالية وآجال مناسبة للمستثمر، ولا تضطر هذه الاستراتيجية للمستثمرين لقبول كل ما هو معروض من الأوراق المالية في السوق المالي ولا تعني أن الانتقائية غير مهمة، البحث يجري على قدم وساق للحصول على الأوراق المالية ذات الأرباح العالية، وعليه فإن المستثمر الناجح يستخدم خبرته السوقية في اختبار الأوراق المالية الربحة من خلال هذه الاستراتيجية. تستند هذه الاستراتيجية على افتراض أن قيمة الأوراق المالية سوف ترتفع في المستقبل وعليه يقوم المستثمر بشراء تلك الأوراق المالية ويحتفظ بها لمدة طويلة من الزمن، بغض النظر عن تقلب أسعارها في السوق، وأن الأساس المنطقي وراء الشراء والاحتفاظ هو لكسب عائدات معقولة في المدى الطويل على الرغم من تقلبات الأسعار على مدى فترات قصيرة الأجل، فضلا عن ذلك فإن هذه الاستراتيجية هي الأقل تداولاً للأسهم من الاستراتيجيات الأخرى وتتطوي على تخفيض تكاليف التداول المفرط للأوراق المالية، مما يؤدي بدوره إلى زيادة الأرباح الصافية الاجمالية للمحفظة الاستثمارية. يقوم المستثمر بموجب هذه الاستراتيجية بتقييم الفرص الاستثمارية المتاحة في الأوراق المالية ويستخدم معلومات السوق ومزايا جميع الأوراق المالية من أجل تقييمها واتخاذ القرار المناسب بشأن

الاستثمار فيها، إذ لا تعني الاستراتيجية الساكنة بالضرورة الوقوف السلبي أو الانقياد التام لتقليد محفظة السوق أو استنساخ المؤشر بل يختار المستثمر التشكيلة التي تتكون منها محفظته بما يحقق أهدافه، الأمر الذي يتطلب من المستثمر وفق هذه الاستراتيجية انتقاء الأسهم بعناية من أجل الحصول على أرباح مستقبلية مستقرة، مع مراعاة أهدافه عند اختيار مكونات المحفظة.<sup>1</sup>

## 2. استراتيجية صناديق المؤشرات Index Funds Strategy

يعتبر الاستثمار وفق هذه الاستراتيجية منخفض الكلفة لأنه لا يتطلب من المستثمرين إجراء التحليل الفني للأوراق المالية، وتقتضي هذه الاستراتيجية قيام المستثمر بتركيب محفظة مماثلة لنوع معين من محافظ مؤشرات السوق مثل مؤشر المتوسط الصناعي لداوجونز أو أي مؤشر آخر وذلك بشراء أوراق مالية تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر، وتهدف إلى الحصول محفظة تعكس تحركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق والمكونة لصندوق المؤشر، من مميزات الكفاءة الضريبية فضلا عن كونها أساس ملائم لعمل استراتيجية الشراء والاحتفاظ.

تعتمد استراتيجية صناديق المؤشرات في تطبيقها على ثلاث خطوات :

- الخطوة الأولى: الحصول على معلومات عن مؤشرات الأسهم وأوزانها في صندوق المؤشر، يلاحظ أن معايير المؤشرات المرجحة للأوراق المالية متعددة وذلك لإختلاف الأوراق المالية في السوق المالي، وتستند بعضها إلى تعويم السوق ( Market Float ).
- الخطوة الثانية : يجب عدم تجزئة المعايير أي اختيار المعايير التي تتوافق مع مكونات المحفظة الاستثمارية وهذا لا يتطلب أن ينظر المستثمر إلى التكلفة كأساس في اختيار الأوراق المالية.
- الخطوة الثالثة : مراعاة تغير المؤشرات عبر الوقت وخاصة عند إزالة بعضها بسبب عمليات الاستحواذ أو التصفية لبعض الشركات التي تعد مرجعا للشركات أخرى، وإضافة مؤشرات لشركات جديدة في حالة تحسن أداء بعض الأسهم، وأخيرا تعد هذه الاستراتيجية وسيلة منخفضة التكلفة لصغار المستثمرين لأنها لا تتطلب تحليل الأوراق المالية.

## 3- استراتيجية التحصين Immunization Strategy

تستند هذه الاستراتيجية في تركيب محافظها على اختيار السندات التي تتماثل آجالها مع الفترة الزمنية المخططة للاستثمار، والهدف من استراتيجية التحصين هو حماية المحافظ الاستثمارية من مخاطر أسعار الفائدة أي التغيرات التي تشهدها أسعار الفائدة والتي تلقي بضررها على أسعار الأوراق المالية بما فيها الأسهم، ويحاول المستثمر أن يبقي آجال محفظته دون تغير، وتوصف المحفظة بأنها محصنة إذا كانت آجالها مساوية للأفق الاستثماري.

تقيد هذه الاستراتيجية المستثمرين الذين لديهم التزامات مستقبلية ثابتة من خلال وضع سياسة علمية لإدارة التزاماتهم من خلال تنسيق آجال عائداتهم مع آجال التزاماتهم، وهذا الأمر أساسي في

<sup>1</sup> علي جبران عبد علي و أحمد جبار كعبد، تأثير استخدام استراتيجية إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، الحجم 14، العدد 57، 2018، ص - ص 190-191.

استراتيجية التحصين لأنه يعتمد التوازن في تركيب المحافظ الاستثمارية على تغيرات أسعار الفائدة ومخاطر سعر الفائدة ومخاطر إعادة الاستثمار في الأسهم، فضلا عن ذلك يتم استخدام هذه الاستراتيجية لحماية الأسهم من تحولات أسعار الفائدة ومحاولات نظرية التحصين للقضاء على الحساسية للتغيرات في هيكل الزمني لأسعار الفائدة عن مطريق مطابقة آجال الموجودات مع آجال المطلوبة طبقا لقاعدة المقابلة لأن التحولات في هيكل فترات الأسهم الاستثمارية له تأثير على القيمة الحالية لكل من الموجودات والمطلوبات فإذا ارتفعت أسعار الفائدة فإن القيمة الحالية للموجودات وللمطلوبات سترتفع بالمقدار نفسه، وهي تعتمد على مقياس (Beta) في قياس هذه التغيرات في الأسعار، ويحاول المستثمرون في بعض الأحيان تحصين محافظهم من مخاطر تقلب في أسعار الفائدة، حيث تضمن استخدامها تأثير قليل ومحدود للتحويل الصغير في أسعار الفائدة على قيمة موجودات المحفظة الاستثمارية ولأن الخسارة في بعض الموجودات يعوض بأرباح لموجودات الأخرى.

### ثانيا . التسيير النشط للمحافظ الاستثمارية

يهدف التسيير المحفظة النشط إلى تحقيق عائد يتجاوز عائد محفظة المؤشر وبالتالي التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، وهي تبنى على اعتقاد أن الأوراق المالية في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية أو العادلة خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، وأنه يمكن من خلال البحث المستمر وتحليل مكونات السوق (التحليل الفني والأساسي) شراء أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وبيعها عندما ترتفع أسعارها السوقية، كما يمكن استخدام التحليل الفني للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل بناء على حركة الأسعار التاريخية وتحديد توقيت الدخول والخروج المناسبة. ويمكن تنفيذ هذه الإستراتيجية بالاعتماد على الأساليب التالية:

- أسلوب توقيت السوق: ووفقا لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأدوات اعتمادا على تنبؤاته لاتجاهات السوق.
  - الأسلوب القطاعي: تبعا للأسلوب القطاعي فإن المستثمر يقوم بنقل الأموال بين قطاعات الأسهم المختلفة الصناعية، الخدمية و المالية كالاستثمار في أسهم العقارات ثم الانتقال إلى النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر لسوق.
  - أسلوب البحث عن الأسهم: يقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر القليل والبيع على السعر الأعلى<sup>1</sup>.
- كما يعتمد التسيير النشط ثلاث استراتيجيات في محاولة تحقيق عائد يتجاوز عائد السوق هي:
1. استراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقوم هذه استراتيجية على ضرورة القيام بالتحليل الأساسي والتحليل الفني، كما تقوم على تقييم الأوراق المالية لإيجاد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، واتخاذ القرار المناسب بشأن مكونات المحفظة الاستثمارية.

<sup>1</sup> عبد الرؤوف رابعة، مرجع سابق، ص 27.

2. استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: وذلك من خلال تقليب الاستثمارات بين القطاعات والصناعات المختلفة أو بين الشركات في نفس القطاع لاقتناص الفرص السانحة.
3. استراتيجية توقيت سوق الأسهم: وتقوم هذه الاستراتيجية على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول الأخرى مثل السندات وأدوات الخزينة، وذلك إذا أمكن للمستثمر معرفة التوقيت المناسب للدخول في سوق الأسهم أو الخروج منه وتوجيه حصيلة بيعها للاستثمار في الأصول المالية الأخرى.

يستند العمل بالاستراتيجية النشطة على تفاعل الاستثمارات المختلفة للحصول على أداء أفضل وهذا التفاعل يتم عن طريق البيع والشراء للأسهم باستمرار، ويتم توظيف التقنيات المختلفة في محاولة تحسين أداء المحافظ في مجال الأسهم المشتركة واستخدام نماذج التقييم واختيار الأسهم، ويعمل المستثمرون دائماً على تحليل وتقييم الأسهم في محاولة لتحسين أدائها بالنسبة أداء مؤشر السوق.

### ثالثاً. استراتيجيات خاصة بصغار المستثمرين

إن الاستراتيجيات السابقة يستخدمها كبار المستثمرين من أفراد ومؤسسات في تكوين محافظهم الاستثمارية، لذلك تم تخصيص هذه الفقرة للتعرف على الاستراتيجيات التي يمكن لمستثمر يرغب في تكوين محفظة استثمارية بأسهم قليلة في استخدامها، وهناك استراتيجيتين يمكن للمستثمر الصغير اتباعهما:<sup>1</sup>

**1. استراتيجية السيمات المتعددة:** خصصت الاستراتيجيات السابقة إلى المحافظ التي يحتفظ بها كبار المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، لذلك خصص هذا العنصر إلى عرض الاستراتيجيات الموجهة للمستثمر الذي يرغب في الاستثمار في أسهم قليلة. في ظل هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم الشركات التي تتوفر فيها مجموعة من السمات المحددة والمميزات التالية:<sup>2</sup>

- أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل؛
- أن يكون مضاعف الربحية أي سعر السهم/ربحيته أكبر من % 40 مقارنة بأعلى مضاعف ربحية؛
- أن يكون معدل التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل؛
- أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة؛
- أن تكون القيمة السوقية للسهم تساوي على الأقل ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة؛
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة؛
- أن لا تقل نسبة التداول عن الاثنان؛
- أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة؛

<sup>1</sup> الشعراي بشرار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2015، ص 57.  
<sup>2</sup> بلجيلية سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010، ص - ص 77-78.

- أن يتسم معدل نمو ربحية بالاستقرار حيث لا يجب أن تكون الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل يفوق 5%.
- الملاحظ هو أن السمات الأربعة الأولى ترتبط بعائد السهم أما السمات الثلاثة الأخيرة فترتبط بالمخاطر، كما أن السمات من الخامسة حتى السابعة تقيس قوة المركز المالي للمنشأة أما السمة الأخيرة فتقيس استقرار ونمو ربحية المنشأة في الماضي. كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يشترط توفر السمات السابقة في السهم الذي يراد شراءه حيث أن السمات الأربعة الأولى إذا توفرت في سهم تكون كافية ليحقق هذا السهم عائداً يفوق عائد السوق.
- 2. استراتيجيات السمة الواحدة:** على الرغم من أن هذه الاستراتيجية لا تعترف بكفاءة السوق إلا أن بناءها النظري يتفق مع التحليل الأساسي وهي موجهة لصغار المستثمرين، وتتمثل هذه الاستراتيجيات في:<sup>1</sup>
- **استراتيجية المضاعف:** يقوم المستثمر وفق هذه الاستراتيجية بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى الربحية) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي، أي أن مضاعف الربحية الحقيقي لسهم أكبر من متوسط مضاعف الربحية للأسهم في السوق المالي.
  - **استراتيجية السهم المشتق والسهم مقابل التوزيعات:** وفيها يقوم المستثمر بشراء الأسهم التي يتوقع انشقاقها (Stock Split) أو الأسهم التي يتوقع أن تصدر أسهماً مقابل التوزيعات (Stock Dividend) للاستفادة من زيادة سيولة هذا السهم وارتفاع قيمته الحقيقية.
  - **استراتيجية الأسهم ذات التوزيعات المتزايدة:** حيث يجب على المستثمر وفق هذه الاستراتيجية شراء الأسهم التي تعلن الشركات المصدرة لها عن زيادة في التوزيعات، لأن ذلك مؤشر يدل على تحسن أداء هذه الشركات في المستقبل.
  - **استراتيجية الإصدارات الجديدة:** وفق هذه الاستراتيجية يقوم المستثمر بشراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول لأول مرة (Initial Public Offering) وذلك على اعتبار أن تسعير السهم في تلك الإصدارات يكون عادةً أقل من قيمته الحقيقية.
  - **أسهم الشركات الصغيرة:** إن الاستثمار في أسهم هذه الشركات يولد عادةً عائد أعلى من عائد السوق، حتى بعد أخذ المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار بعين الاعتبار وتكون هذه المخاطر هي الانتقاد الأساسي الموجه لهذا النوع من الاستثمار.
  - **أسهم المنشآت الخاسرة:** بعد القيام بعدة دراسات هامة توصلت دراسة جيف وزملائه سنة 1988 إلى استنتاج مدهش، وهو أن الاستثمار في أسهم المنشأة التي تعرضت لخسائر عادة ما يكون أكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في أسهم المنشأة التي حققت أرباحاً، وقد أكدت دراسة أنتريديج وفولر سنة 1991 ذلك، وتفسير ذلك أن المعلومات الواردة إلى السوق عن أداء الشركة المصدرة لهذه الأسهم تؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الأسهم، وبذلك تنخفض قيمتها

<sup>1</sup> الشعراني بشار، مرجع سابق، ص - ص 60-61.

السوقية، وعندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الأرباح وتخفض المخاطر ترتفع القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي يحقق المستثمر الذي اشترى هذه الأسهم أرباحاً رأسمالية.

### الفرع الثالث: تنوع أصول المحافظ الاستثمارية

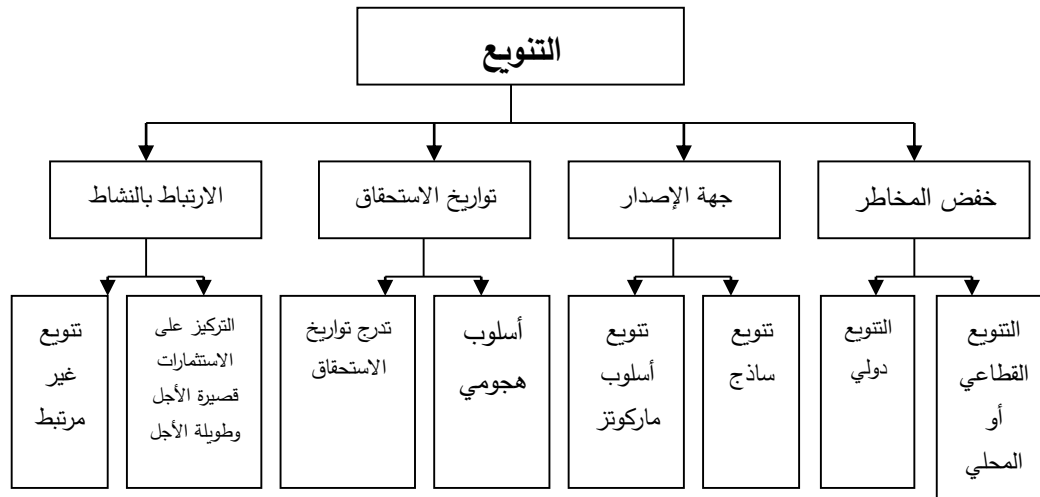
لا يعتبر عدد القيم في المحفظة المحدد الوحيد لدرجة التنوع فيها، فالمحفظة المقسمة مثلاً بالتساوي على 10 قيم أحسن تنوعاً من محفظة تكون 90% من قيمتها مستثمرة في قيمة منقولة واحدة و البقية مقسمة على القيم التسعة المتبقية. من جهة أخرى لبعض الأسهم خطر فردي أقل من غيرها، فمحفظة مركبة من أسهم لمؤسسات كبيرة الحجم و مشهورة تكون أقل خطراً من محفظة أسهم بنفس القيمة و لكن مكونة من قيم لمؤسسات صغيرة. كما أن محفظة مكونة من قيم تنتمي إلى قطاعات مختلفة تكون أقل خطراً من محفظة قيم تنتمي لنفس القطاع. في الأخير نستنتج أن خطر المحفظة مرتبط بثلاث عوامل: <sup>1</sup>

- **خطر كل سهم ينتمي للمحفظة :** فالمحفظة تكون أكثر خطراً كلما كان معامل  $\beta$  للأسهم المشكلة لها أكبر؛  
 - **درجة استقلالية تغيرات الأسهم فيما بينها :** إذا كان سهمان لا يتغيران بصفة مستقلة، يكون تباينهما أكبر من الصفر، ففي هذه الحالة فإن انخفاض الخطر لا يكون كبيراً كما هو الحال بالنسبة لسهمين مستقلين في تباينهما، وفي الحالتين يكون خطر المحفظة أقل من الخطر المتوسط للسهمين، ويبقى خطر السوق بالنسبة للمحفظة نظامياً و لا يمكن التحكم إلا في الخطر الخاص ( القابل للتنوع ) من خلال استغلال استقلالية الأسهم عن بعضها في المحفظة.

- **عدد الأسهم وأوزانها في المحفظة.**

ويمكن توضيح أهم أنواع التنوع كما في الشكل التوضيحي التالي:

### الشكل رقم (05): أشكال تنوع المحافظ الاستثمارية



المصدر: عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية - من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص 78.

<sup>1</sup> حمدي فيصل، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2006، ص 48.



## 1. التنوع بناء على جهة الإصدار:

- يقصد به عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة، بل ينبغي تعدد جهات إصدار تلك الأوراق، وفي هذا الصدد يوجد أسلوبان شائعان، وهما التنوع الساذج وتنوع ماركوتز.
- **التنوع الساذج:** يقوم على فكرة أن المحفظة التي تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة هي أكثر تنوعاً من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين تصدرهما مؤسستين مختلفتين، والمحفظة التي تشتمل على أربع ورقات مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي أكثر تنوعاً من محفظة تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات... وهكذا. ويجب أن يراعى أن تكون المحفظة من أوراق مالية لمنشآت تعمل في صناعات مختلفة ذات ارتباط ضعيف.
  - **التنوع وفقاً لأسلوب ماركوتز:** إن التنبؤ بالمخاطر الاستثمارية ووضع مقاييس لتحديد بدقة يساعد إدارة الاستثمار على تحليلها وتحمل نتائجها، وبما أن المخاطر يصعب القضاء عليها فإن الحد منها هو الحل، ومن بين الوسائل والأساليب الهامة لإدارة المخاطر الاستثمارية هي التنوع على مستوى محفظة الاستثمار. فالتنوع في معناه البسيط هو تطبيق للمثل القائل " لا تضع كل ما تملك من بيض في سلة واحدة " وعلى هذا التصور كانت نظرية هاري ماركوتز الذي قدم التصورات التالية :<sup>1</sup>
  - في حالة القيام بمشروعات استثمارية ذات ارتباط كامل وسالب ببعضها بعضاً وكان عائد الاستثمار (أ) أكبر من عائد الاستثمار (ب) " أي أن معامل ارتباط -1 " فالتنوع في هذه الحالة يترتب عليه القضاء على الخطر نهائياً، إلا أنه غير ممكن عملياً؛
  - في حالة عدم ارتباط المشروعات الاستثمارية " أي أن معامل ارتباط 0 " فإن التنوع في هذه الحالة يؤدي إلى التخفيض من درجة المخاطر بشكل كبير؛
  - أما في حالة القيام بمشروعات استثمارية ذات ارتباط كامل وموجب " أي أن معامل ارتباط +1 " فالتنوع في هذه الحالة لا يترتب عليه أي تخفيض للخطر.
- بذلك انعكست نظرية التنوع على القرار الاستثماري للمستثمر والذي يحدد على أساسه مدى الميل إلى المخاطر، ولأجل ضمان تحقيق العائد وتجنب المخاطر على إدارة الأخذ بمنهج التنوع ونظرية المحفظة لماركوتز حيث يسمح ذلك بالتحوط ضد المخاطر المحتملة بتخفيضها والحد منها إلى أدنى مستوى ممكن وكلما كان التنوع كبير كلما قلت المخاطر، ويتمحور تصور ماركوتز في تنوع محفظة الاستثمار في ظل بعدين رئيسيين :

الأول : معدل العائد على الأصول؛

و الثاني : التغير المتوقع على هذا العائد أستاذنا إلى مقياس الانحراف المعياري للعائد.

ففي حالة تكوين محفظة استثمارية مكونة من أصلين أو أكثر لا وجود لعلاقة ارتباط تام بينهم، وبواسطة مقياس الانحراف المعياري تتحدد مستوى مخاطر أقل نسبياً مما لو كانت علاقة الارتباط تامة

<sup>1</sup> محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص39.



أو كبيرة، فنظرية التنويع تهدف إلى تكوين محفظة استثمارية كفؤة بمدلول العائد والمخاطر، ففي ظل أكبر مستوى عائد ممكن يقابله مستوى معين من المخاطر.

## 2. تنويع تواريخ الاستحقاق:

تتعرض الأوراق المالية لمخاطر أسعار الفائدة، وهي الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية، حيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى الانخفاض القيمة السوقية لهذه الأوراق، مما يعرض المستثمر للخسارة إذا ما اضطر لبيع الأوراق المالية قبل تاريخ استحقاقها، ويظهر خاصة في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، لذلك على المستثمر أن يقوم بتوزيع استثماراته بين الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل، بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما. وتندرج تحت هذا الأسلوب أساليب فرعية أخرى، وهي:<sup>1</sup>

- الأسلوب الهجومي: يقوم على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى سندات طويلة الأجل، وهذا وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التنبؤات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإنه على مدير المحفظة أن يبيع السندات طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، والعكس في حالة توقع انخفاض أسعار الفائدة، ويتوقف نجاح هذا الأسلوب على مدى دقة التنبؤات بشأن اتجاه أسعار الفائدة، وإذا لم تتحقق التنبؤات فإن المستثمر يتعرض لهزات عنيفة في عائد المحفظة.

- تدرج تواريخ الاستحقاق: يقصد به توزيع مكونات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، ولهذا فإن المحفظة لا بد أن تتكون من مجموعة أوراق مالية، والتي هي عبارة عن سندات لا تستحق في نفس الوقت، لما يؤدي إلى توفر مرونة في عملية التنويع.

- التركيز على الأوراق المالية قصيرة وطويلة الأجل: ويقصد به التركيز على الأوراق المالية قصيرة الأجل لمواجهة طلبات السيولة، والأوراق المالية طويلة الأجل لمواجهة طلبات الربحية، واستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل التي لا تساهم لا في زيادة الأرباح ولا في السيولة.

## 3. التنويع الدولي:

يهدف هذا التنويع إلى تخفيض المخاطر المنتظمة وتحسن الأداء الكلي للمحفظة، لاسيما مع تطور الأسواق المالية العالمية، الذي أصبح التنويع فيه أكثر سهولة في الأوراق المالية الدولية، ويتميز هذا التنويع بمجموعة من الخصائص:

- تنويع الأصول: لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية؛
- التنويع الجغرافي: لأن رأسمال المحفظة يكون موزعا على أدوات استثمارية في عدة دول، وعدم الاقتصار على منطقة جغرافية واحدة؛
- تنويع العملات: إذ إنه بسبب التنويع الجغرافي لأصول المحفظة تنتج أيضا العملات.

<sup>1</sup> عبور ربيعة ونبييل بوفليح، دور التنويع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017، ص 51.

### الفرع الرابع: نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

قد يكون من الملائم ليكتمل إطار تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ضرورة التعرض لكيفية تقييمها، وللمستثمر الحق في معرفة مستوى أداء محفظته وكذلك أن يتساءل فيما إذا قد حقق الأهداف الأساسية التي استثمر في المحفظة من أجلها، وذلك بهدف التعرف على نقاط القوة والضعف للمحفظة واكتشاف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها أو الحؤول دون استئصالها بعد وقوعها.

تعتبر عملية تقييم الأداء من الأساليب الرقابية التي تؤدي إلى تحسين أداء المحفظة وتتم هذه العملية عن طريق تقييم المحفظة ككل وعناصرها على حدة وذلك بهدف المحافظة دوماً على حالة الاستقرار المستهدفة مع زيادة معدلات العائد إن أمكن، ويعبر ذلك عن متابعة مستمرة لاتخاذ القرارات الملائمة خاصة في حالة عدم استقرار السوق والتي تعبر عن الدور الديناميكي للإدارة بهدف التأكد من تحقيق الأهداف. وفي تقييم أداء محفظة الأوراق المالية لا بد من مراعاة المبادئ التالية:<sup>1</sup>

- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات وذلك وفق آلية السوق المالي بعد أخذ حساسية مكونات المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة المالية بعين الاعتبار.
  - يجب أن يكون العائد على الاستثمارات المعتمد أساساً لتقييم أداء المحفظة وهو عائدها الإجمالي والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة، مضافاً إليها المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة، والتي تنشأ عادة بفعل تقلب القيمة السوقية لهذه الاستثمارات.
  - يجب أن تتم عملية التقييم أو القياس في إطار عنصري العائد والمخاطرة معا وهو الانتقاد الموجه إلى أحد المقاييس التي سوف نتناولها حيث يعتمد في التقييم على العائد فقط.
  - كلما طالت الفترة التي تنقضي بين التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية، لكن كونها أطول من اللازم يقلل من فوائد عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.
- تقييم أداء المحفظة يجب أن يتم من آن لآخر، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية وسوف نتعرض في هذا الفرع لأربعة نماذج أساسية، فبالإضافة إلى النموذج البسيط، هناك نماذج اقترحت بطريقة متتابعة من طرف ترينور (Treynor 1956) وشارب (1966) وجنس (1968).

#### أولاً: النموذج البسيط

يعتمد هذه النموذج على قياس العائد الإجمالي على الاستثمار في المحفظة المالية، ويشمل هذا العائد الدخل الذي يحصل عليه المستثمر مضافاً إليه الأرباح أو الخسائر الرأسمالية خلال الفترة محل التقييم. ولكن إذا حدثت مسحوبات أو إيداعات قبيل نهاية الفترة الزمنية مباشرة، فيجب إستبعاد الإيداعات من قيمة المحفظة في نهاية الفترة، وإضافة المسحوبات إلى قيمة المحفظة في نهاية الفترة لنحصل على معدل عائد قريب جداً من معدل العائد الصحيح للفترة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> نعمان محصول ونور الدين محرز، مرجع سابق، ص 68.

<sup>2</sup> تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مركز التعليم المفتوح جامعة بنها، برنامج محاسبة البنوك والبورصات، ص 17.

في ضوء هذا النموذج يحكم المستثمر على أداء المحفظة المالية بمقارنة ماتحققه من عائد بمعدلات العائد التي تحققها محافظ مالية أخرى، أو بمعدل العائد الذي يحققه مؤشر سوق المال. وفي الواقع تعتبر هذه المقارنة غير كاملة ولا تعبر عن أداء المحفظة، وذلك لأنها لاتأخذ في إعتبارها كلاً من العائد والمخاطرة. ولذلك عند تقييم أداء محافظ الاستثمار لابد من قياس كل من متوسط معدل العائد ومستوى المخاطرة للمحفظة خلال فترة التقييم. وعليه، يعاب على النموذج البسيط أنه يركز على قياس معدل العائد على الاستثمار دون مراعاة للمخاطر المرتبطة بهذا العائد. ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ولذا هناك من يطلق عليها الأساليب المزدوجة.

### ثانياً: نموذج ترينور (Treynor Measure or Treynor ratio)

قدم "ترينور" نموذجاً الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعاً جيداً، وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا ( $\beta$ ) كمقياس لمخاطر المحفظة. إن الفرق الوحيد بين مقياس شارب وترينور هو في مقام المعادلة، إذ أننا نجد أن شارب قد استخدم الانحراف المعياري لقياس المخاطرة الكلية، بينما ترينور استخدم معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة فقط، حيث أنه قد افترض أن مدير المحفظة سوف يتخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنويع البسيط في استثمارات محفظته. ويمكننا الحكم على محفظة الأوراق المالية للمستثمر من خلال مقارنة أداء هذه الأخيرة مع محافظ مستثمرين آخرين.<sup>1</sup>

### ثالثاً: نموذج شارب 1966 Sharpe Measure

قدم وليام شارب مقياساً لأداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى شبه الثقلب في العائد. فنموذج شارب يقوم على أساس قياس المخاطرة الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وبذلك فإن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي تنطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

حيث يمكننا مقارنة بين مؤشر شارب ومؤشر ترينور في النقاط التالية:

- يعتمد اختيار أحد المؤشرين أساساً على توزيع أصول المستثمر، فإذا كان الجزء الأهم من ثروة المستثمر مستثمراً في نفس المحفظة موضوع الدراسة، فإن مؤشر شارب في هذه الحالة أنسب من مقياس ترينور الذي يعتمد على التطاير فقط، لأنه يولي اهتمام الأكبر للخطر الكلي للمحفظة، إلا أنهما يعطيان نتائج مماثلة في حالة محفظتين منوعتين بشكل جيد لأن الخطر الكلي لمحفظة جيدة التنويع يؤول إلى خطر السوق.

<sup>1</sup> لورين ابراهيم القاضي، اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية دراسة اختبارية على البنوك التجارية الاردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2016، ص 26.

- يختلف مقياس شارب و تراينور في قياس المخاطر، حيث يعتمد شارب على الانحراف المعياري كمقياس لمخاطر المحفظة، أما تراينور فيعتمد على معامل بيتا كمقياس لمخاطر.

#### رابعاً: نموذج جونسن

يرتكز تقييم الأداء حسب نموذج "جونسون" على السوق و نموذج توازن الأصول المالية، حيث حدد من خلال نتائجه علاوة الخطر التي يمكن انتظارها من كل محفظة لها مستوى معين من الخطر النظامي، تمارس سياسة معينة للشراء والاحتفاظ. يطلق عليه أيضاً مقياس العائد التفاضلي أو مقياس ألفا، ويعتمد هذا المقياس على استخدام CAPM كمعيار لتقييم أداء المحفظة المالية، وذلك من خلال مقارنة متوسط معدل العائد الفعلي الذي تحققه المحفظة خلال فترة التقييم، مع متوسط معدل العائد الذي يجب أن تحققه باستخدام CAPM.<sup>1</sup> فإذا تبين أن متوسط معدل العائد الفعلي للمحفظة أقل من متوسط معدل العائد المحسوب باستخدام CAPM، فهذا يعني إنخفاض أداء المحفظة. وإذا تبين أن متوسط معدل العائد الذي حققته المحفظة يفوق متوسط معدل العائد المحسوب باستخدام CAPM، فهذا يدل على إرتفاع أداء المحفظة، وذلك لقدرة على تحقيق معدل عائد فعلي يفوق معدل العائد المحسوب قيمة موجبة باستخدام CAPM.

#### خامساً: تجزئة فاما LA décomposition de Fama

إن الطرق السابقة لقياس أداء المحفظة المالية لم تأخذ بعين الاعتبار المعاملات التفسيرية الخاصة بها، وبالمقابل يمكن تجزئة أداء كل محفظة إلى عدة عناصر مع الأخذ بعين الاعتبار نوعية المسؤول عن الإدارة ويعود الفضل إلى هذا التحليل وهذه التجزئة في أداء المحفظة المالية إلى فاما سنة 1972.

لقد قدم فاما نموذجاً لتقييم أداء المحافظ المالية يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر كما يقوم على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، كما توصل إلى تجزئة الأداء إلى عنصرين: الانتقائية La sélectivité والخطر Le risque. فالانتقائية تقيس أداء محفظة لها نفس مستوى الخطر وتقع على خط سوق رأس المال، أما الخطر فيقيس الأداء الإضافي للمحفظة وهذا بقياس خطر المحفظة بالمقارنة مع محفظة تم تكوينها بشكل ساذج.<sup>2</sup>

#### سادساً: مقياس بلوك وفرانش 2002 La mesure de Block et French

إن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة، هذا الأخير الذي يمكن أن يؤثر على العائد إيجابياً، إذا قام المسير ( باختيار من أجل كل سهم عالي العائد وزن كبير) باختيار نسبة كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل، وكل هذا يتم بفعالية إذا تم في الوقت الملائم، ويمكن صياغة النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما equally و weighted value weighted.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الحمدوني الياس خضير، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص 322.

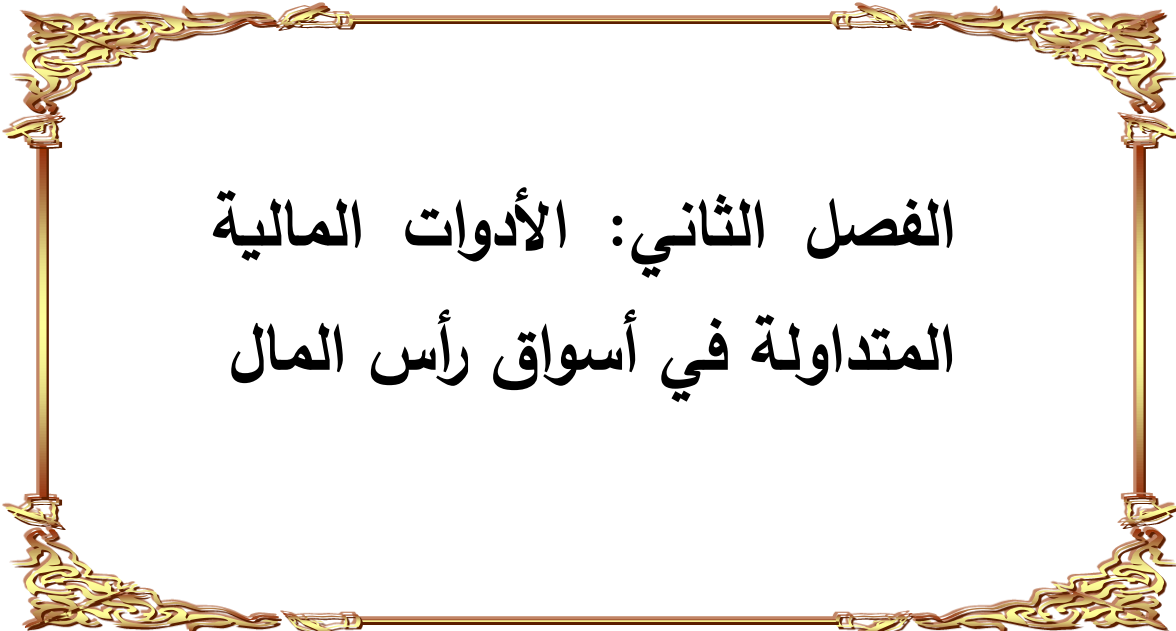
<sup>2</sup> بورزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007، ص 98.

<sup>3</sup> توفيق عوض شبيب، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2015، ص 64.

## خلاصة الفصل

وجدنا من خلال هذا الفصل، أن الأسواق المالية تعتبر الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها، و للأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس ولكنها في واقع الأمر تمثل حلقة الاتصال بين مختلف قطاعات المجتمع أي ما بين المدخرين والمنتجين. كما تعرضنا بنوع من التفصيل إلى جزء من السوق المالية يعتبر الأكثر أهمية على مستوى هذه الأخيرة وهو البورصة أو ما يعرف بالسوق الثانوية الحاضرة المنظمة، كما عرفنا بأن للاستثمار عدة معاني تختلف باختلاف الزاوية التي ننظر منها إليه ومن هذه المعاني يوجد الاستثمار المالي الذي عرفنا بأنه يتم من خلال السوق المالية، هذه الأخيرة التي بينا البعد التاريخي لها والتطور الذي مرت به لكي تصبح في هيئتها الحالية، وعرفنا أن لها أهمية لتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة، كما أن لها أركاناً أساسية تركز عليها.

فالبورصة تعد سوق يلتقي فيه طرفي السوق وهما البائع والمشتري ليقوما بعملية المبادلة، حيث تعتبر المحفظة الإستثمارية من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثاً، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة، وفي الفصل الموالي سنحاول إعطاء فكرة مبسطة عن بيئة الاستثمار بإضافة إلى الأنواع المختلفة للأوراق المالية والتي يمكن أن تدخل في تكوين المحفظة الاستثمارية.



الفصل الثاني: الأدوات المالية  
المتداولة في أسواق رأس المال

## الفصل الثاني

### الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال

#### تمهيد

تستوجب أية دراسة أو بحث لتداول الأوراق المالية، بيان الأوراق المالية التي تكون محلا للتداول، التي عرفت بأنها صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة، وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقا متماثلة، وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي أو حق دائنية عام على ذمته المالية، ويلاحظ أن هذا النص يحدد خصائص الأوراق المالية أكثر من كونه تعريفا لها. فيما عرف البعض الورقة المالية بأنها صك يعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين معا. وعليه فإن الورقة المالية، إما أن تمثل صك ملكية كالأسهم أو مديونية كالسندات، ولكن توجد إلى جانب هذين النوعين، في ظل رغبة الجهات المصدرة للورقة المالية وبشروط تحقق لها مكاسب مادية أفضل والتي تقابلها رغبة المستثمرين، أدوات مالية<sup>1</sup> مستحدثة أخرى، وذلك بهدف التنويع والتقليل من المخاطر في تعاملاتهم بالأوراق المالية.

كما يعتبر سوق رأس المال الإسلامي فرصة هامة للمستثمرين المسلمين، حيث يتيح لأصحاب الفوائض المالية باستثمار أموالهم دون الوقوع في الربا، ومن مقومات هذا السوق المالي كغيره من أسواق مالية هي الأوراق المالية المتداولة فيه. وبعد أن بينا ما هو المقصود بالأوراق المالية والتي هي محل التداول في البورصات، من الأهمية بمكان الإشارة إلى أنواع الأوراق المالية المختلفة لأنها الأساس التي تقوم عليها التعاملات باعتبارها محلا للتداول في البورصة، ولبيان أهم أنواع الأوراق المالية قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق التقليدية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية من المنظور الإسلامي.

1 الأدوات المالية: أوسع من المقصود بالأوراق المالية لأن الورقة المالية هي أداة مالية لها خصائص معينة وتخضع لنظام قانوني متميز، وعلى ذلك فهناك أدوات مالية كثيرة لا تكتسب صفة الورقة المالية مثل (الأوراق التجارية، شهادات الإيداع والادخار، شهادات الاستثمار، صكوك الاستثمار وغيرها) ويقصد بالأوراق التجارية أنها "محرر شكلي بصيغة معينة يتعهد بمقتضاه شخص أو بأمر شخصا آخر فيه بأداء مبلغ محدد من النقود في زمان ومكان معينين ويكون قابلا للتداول بالتظهير أو بالمناولة".



## المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق التقليدية

من المعلوم أن الأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، إذ تلجأ إليها هذه الأخيرة لتأمين احتياجاتها من الأموال بغرض تمويل استثماراتها كما يمكن للدولة أن تصدر أوراقا مالية لتمويل مشروعات أو لتغطية العجز ولأغراض أخرى كامتصاص جزء من الكتلة النقدية المتداولة في فترات التضخم.

قد عرّفت الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين سواء عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة أو مشاركة في الملكية، من قبل المشتريين للأوراق. وعليه يمكن القول أن الأوراق المالية تتكون من نوعين رئيسيين، هما الأسهم و السندات بالإضافة إلى نوع ثالث مستحدث يتمثل في المشتقات المالية.

### المطلب الأول: ماهية السهم

تعد الأسهم بأشكالها المتنوعة أداة الاستثمار الرئيسية في سوق رأس المال والتي تمكن المستثمرين من تنفيذ نشاط الاستثمار بالامتلاك، ويعد النشاط شركات المساهمة في أي اقتصاد أحد أهم الأنشطة التي تستقطب اهتمامًا واسعًا لدى قطاع عريض من الأفراد والمؤسسات، وتحظى بمتابعة متميزة من مختلف المتعاملين والأجهزة الرقابية، وذلك بالنظر إلى الآثار المترتبة لهذا النشاط إيجابا على عملية التعبئة والاستثمار وامكانيات النمو ومستويات العلاقة مع العالم الخارجي. ومن المهم الإشارة في هذا المجال إلى أن الاستثمار في الأسهم يجري تصنيفه ضمن الاستثمارات التي تنطوي على درجة عالية من المخاطر قياسًا إلى عدد من الاستثمارات المالية الأخرى كالودائع والسندات. وبطبيعة الحال، فإن هذه المخاطرة يقابلها فرصة لتحقيق عوائد مناسبة تكون بمثابة الحافز الأساسي لقبول هذه المخاطر. ولا يتمثل عائد السهم في التوزيعات فقط، ويشمل أيضًا فرصة تحقيق أرباح استثنائية من ارتفاع قيمة السهم.<sup>1</sup> أسواق الأسهم هي الأكثر انتشارًا في الأسواق المالية، فالأسهم هي أدوات مالية بسيطة، ولكن طرحها بشكل فعال في الأسواق هو فن صعب للغاية يتطلب الكثير من الجهد.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: مفهوم الأسهم وخصائصها

ينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى مجموعة متساوية من الحصص، يطلق عليها أسهم تشكل مجموع رأس مال الشركة، كما تمثل الأسهم حصص الشركاء في رأسمالها،<sup>3</sup> نحاول في هذا الفرع التعرف على مفهوم السهم وخصائصه.

<sup>1</sup> وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009، ص 18.

<sup>2</sup> Joel Priolon, Les marches financiers, AgroParisTech, Paris, 2012, page 13.

<sup>3</sup> Roland Portait et Patrice Poncet, finance de marche : instrument de base produit derives, portefeuilles et risques, 2 eme edition, Dalloz, Paris, 2009, page 236.

**1- مفهوم الأسهم:**

الأسهم جمع سهم، والسهم هو النصيب، و في الحديث: كان للنبي صلى الله عليه و سلم سهم في الغنيمة" أي نصيب "و سهامه أي قارعه، وقال ابن الأثير: قوله اذهبا فتوخيا ثم استهما، أي اقترعا يعني ليظهر سهم كل واحد منكما.<sup>1</sup> ويطلق السهم في اصطلاح الاقتصاديين تارة على الصك وتارة على النصيب الذي يعطي للسهم والمعنى واحد.<sup>2</sup>

كما أن السهم في الاصطلاح هو حق المساهم في شركة الأموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة السنوية وعلى جزء من أموال الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء. إذا كان الأصل أن يتجزأ رأس مال الشركة المساهمة إلى أسهم أو إلى أجزاء أسهم متساوية القيمة الاسمية، إلا أنه يجوز الاتفاق في نظام الشركة على ما يخالف هذه القاعدة ويكون للشركة إذا قررت زيادة رأس مالها أن تصدر أسهم ممتازة تمنح أصحابها حق الأولوية في الأرباح أو في أموال الشركة عند تصفيتها أو أي ميزة أخرى. على أنه إذا أجاز القانون أن تصدر الشركة عدة فئات من الأسهم يتمتع أصحابها بحقوق مختلفة فإنه لا يجوز أن يكون هنالك تفاوت في الحقوق بين المساهمين ضمن الفئة الواحدة. ولتثبيت العلاقة التعاقدية القانونية بين آلاف المساهمين يقتضي تسليم المساهم صكاً قابلاً للتداول. ويتميز السهم بقابليته للتداول إما بالطرق التجارية كالمناولة من يد إلى أخرى، أو بالقيود في سجل الشركة، أو بالتظهير، وإما بالطرق المدنية كحوالة الحقوق وقد تنتقل ملكية السهم بطريق الميراث.

فإذا كان الحق ثابتاً من صك لحامله وقع تداوله بواسطة تسليم الصك وإذا كان الحق لا ينتقل إلا بالقيود في سجل الشركة أي إثبات التنازل بالكتابة في سجل الشركة والتنويه بهذا التنازل على ذات الصك فلا يتم تداوله إلا إذا تمت هذه الإجراءات. وإذا كان الحق ثابتاً في صك للأمر حصل تداوله بطريقة التظهير، أما القابلية للتحويل فنقتصر على طريق انتقال الحقوق المقررة في القانون المدني.

بهذا التنازل تصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد سواء أتم تداول السهم بطريق التسليم من يد إلى أخرى أم بطريق القيد في سجل الشركة ويحل المتنازل إليه محل مالك السهم في كل ما له من الحقوق قبل الشركة، ولا يستمد المتنازل إليه حقه من المساهم القديم، أي أنه لا يعتبر خلفاً خاصاً له ولكنه يعتبر صاحب حق قائم بذاته يستمده من ذات الصك الذي أصدرته الشركة، وتلتزم الشركة بإرادتها المنفردة قبل المساهم القديم لذلك لا تستطيع الشركة أن تتمسك قبل المساهم الجديد بالدفع الشخصية التي لها قبل المساهم القديم. وقد يتضمن القانون النظامي للشركة قيوداً ترد على حرية تداول الأسهم كالاشرط على أن نقل ملكية الأسهم الأسمية لا يتم إلا بموافقة مجلس الإدارة.

<sup>1</sup> ابن منظور، لسان العرب، المجلد الثاني، دار صادر، الطبعة الأولى، بيروت، 1990، ص 308.

<sup>2</sup> محمد شكري الجميل العدوي، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2011، ص 126.

قد تلجأ الجمعية العمومية إلى تعديل القانون النظامي وتقرر بعض القيود التي تهدف إلى اختيار من يكون مساهما في الشركة حتى لا تقع الأسهم في أيدي أشخاص معروفين بعدائهم للشركة أو معروفين بميول اجتماعية أو سياسية معينة مثلا في حال تأسيس شركة مساهمة لإصدار جريدة سياسية. وقد يتدخل المشرع لاعتبارات تتعلق بالنظام العام فيحظر حرية تداوله أو يحد من هذه الحرية، إلا أن هذه القيود الاتفاقية التي ترد على تداول الأسهم لا تمنع من اعتبار القابلية للتداول الميزة البارزة للسهم.<sup>1</sup> لقد قام المشرع الجزائري بتعريف السهم من خلال نص المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري، حيث نصت على ما يلي: " السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة المساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها".

من هذا التعريف يتبين لنا أن الأسهم هي عبارة عن أوراق مالية ذات قيمة متساوية، تصدرها شركات المساهمة، وتتميز بقابليتها للتداول، ومن خلال كل هذه التعاريف، يتبين لنا أن السهم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول، ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم، و تتضمن حق الشريك في هذه الشركة. إن المشرع الجزائري أهمل ذكر المساهم في تعريفه، حيث يمثل السهم وثيقة مستقلة تقدم لهذا الأخير، وتتضمن المعلومات الخاصة بالشركة، مثل اسمها و مقدار رأسمالها و رقم السهم و اسم صاحبها إن كان سهما اسميا، أو يكتب أنه لحامله، و بكل هذا يثبت حقه و نصيبه في الشركة.

الرأي القائل بأن السهم هو الحصة التي يشترك بها المساهم في الشركة، وهو يقابل حصة الشريك في شركات الأشخاص، ويتمثل السهم في صك يعطى للمساهم ويكون وسيلته في إثبات حقوقه في الشركة ويندمج الحق في الصك بحيث يكون التنازل عن السهم في درجة التنازل عن الحق.

وتعددت التعريفات بالنسبة لهذا النوع من القيم المنقولة، ففي اللغة الإنجليزية يدعى "share" ما يعني حصة أو جزء، كما يسمى كذلك "Equity" أي حق الملكية، بالإضافة إلى اصطلاح "stock".<sup>2</sup>

**2- خصائص الأسهم:**

مما سبق يتضح لنا بأن من خصائص الأسهم أن تكون متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول وعلى النحو الآتي :

### أولا - القيمة المتساوية للسهم:

المقصود بتساوي قيمة الأسهم هو تساوي القيمة الإسمية للأسهم ذات الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها<sup>3</sup>، وتكون الأسهم متساوية وذلك عندما تتساوى حقوق والتزامات حملة الأسهم ذات الإصدار الواحد. وبمعنى آخر تساوي القيمة هنا لا يقصد به أن حملة الأسهم التي تصدرها الشركة متساوون في الحقوق والتزامات بل قد توجد هناك أسهم تتمتع بأفضلية أو أولوية على الأسهم الأخرى ويطلق عليها الأسهم الممتازة.

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص 18.

<sup>2</sup> فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة، دار الثقافة، طبعة 01، عمان، 2006، ص 288.

<sup>3</sup> محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 29.

ترجع الحكمة من تساوي قيمة السهم إلى تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وسهولة عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الأسهم في البورصة. وكذلك سهولة تجزئة رأس المال الذي يؤدي إلى سهولة الإكتتاب والتداول وتوزيع موجودات الشركة بعد حلها وتصفيته. وتقضي العديد من القوانين بتساوي القيمة الإسمية للأسهم، وإلى جانب ذلك هناك قوانين تنص صراحة على جواز تفاوت القيمة الإسمية للأسهم. بينما تحدد قوانين أخرى كلا من الحد الأدنى والحد الأعلى للقيمة الإسمية للسهم، تاركة للعقد أو نظام الشركة تحديد هذه القيمة بين هذين الحدين.

الحق أن مبدأ تساوي القيمة للسهم ييسر على الشركة القيام بالكثير من العمليات ومنها سهولة احتساب نصيب المساهم من الأرباح أو في عدد الأصوات التي يملكها في إجتماعات الهيئة العامة. ومن الضروري أن نبين بأن القيمة الإسمية للسهم تختلف عن القيمة التجارية له والقيمة الحقيقية. فالقيمة الإسمية تمثل القيمة المثبتة للسهم باعتباره جزءاً من أجزاء رأس المال. وهي القيمة التي يصدر بها السهم ويتم على أساسها احتساب مجموع رأس مال الشركة.<sup>1</sup>

أما القيمة الحقيقية فهي القيمة التي يمثلها السهم في صافي أصول أو موجودات الشركة، وهي تختلف باختلاف مدى سلامة المركز المالي للشركة وما تحققها من أرباح وهي لا تتحدد بشكل واضح، إلا بعد تصفية الشركة. وكذلك تختلف القيمة الإسمية للسهم عن القيمة التجارية (السوقية) التي تمثل قيمته في سوق الأوراق المالية وهذه القيمة لا تتطابق مع القيمة الإسمية في كثير من الأحيان بل تكون معرضة للتقلبات ارتفاعاً وانخفاضاً وتتأثر باعتبارات كثيرة منها قانون العرض والطلب وبعض الاعتبارات السياسية والاقتصادية.<sup>2</sup>

### ثانياً - عدم قابلية الأسهم للتجزئة:

هذا يعني أن يكون السهم مملوكاً لشخص واحد<sup>3</sup>، حيث يقسم رأس المال في الشركة المساهمة والمحدودة إلى أسهم نقدية متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة ذلك أن السهم الواحد لا يجزأ بين عدة أشخاص من حيث ممارسة الحقوق، فلا يكون أمام الشركة سوى سهم واحد وإن تعدد مالكوه. وعلى ذلك يجوز أن يتعدد مالكو السهم الواحد، وبخاصة في حالة الإرث، وفي هذه الحالة يجب أن يمثل مجموع المشتركين في السهم شخص واحد ليمثلهم في مباشرة الحقوق المرتبطة بالسهم قبل الشركة، وفي هذا الخصوص توزع الأسهم على الورثة وتؤدي في نفس الوقت إلى زيادة عدد أعضاء الشركة محدودة المسؤولية عن الحد الأعلى المقرر في القانون، فتعد هذه الأسهم ملكية مشتركة بين الورثة بحسب أنصبتهم ويعدون بمثابة شخص واحد يمثلهم أحد الورثة أمام الشركة.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم ميلود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2009، ص 75.

<sup>2</sup> زيد أبو رضوان، شركة المساهمة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1983، ص 112.

<sup>3</sup> عبد الفتاح محمد صلاح، البورصة من منظور إسلامي التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار، رسالة ماجستير، الجامعة الأمريكية بالقاهرة، 2008، ص 55.

## ثالثا - قابلية الأسهم للتداول:

من أهم خصائص الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة هي قابليتها للتداول بالطرق التجارية حسب الشكل الذي يتخذه السهم. وهذه الخاصية هي التي تميز شركات المساهمة عن شركات الأشخاص، بحيث يمكن القول إنه إذا تضمن نظام الشركة نصا يقرر تحريم التصرف بالأسهم فإن الشركة تفقد صفتها كشركة مساهمة، ولا يمكن الكلام عن السهم إلا إذا كان قابلا للتداول.

إن قابلية السهم للتداول، تعني جواز التنازل عنه بطريق القيد في سجل الشركة إذا كان إسميا، وبالتسليم إذا كان لحامله، وبالتظهير إذا كان للأمر، والقاعدة إن التصرف بالسهم حق للمساهم لا يجوز تجريده منه، ولكن ذلك لا يمنع من وضع قيود على مباشرة هذا الحق، لاعتبارات خاصة، وشريطة ألا تصل هذه القيود إلى المصادرة الكلية له.

يتضح مما سبق أن التداول طريقة أكثر يسرا لنقل ملكية الحقوق الثابتة في الأسهم على خلاف الحوالة التي تتميز بالتعقيد وبطء إجراءاتها، الأمر الذي لا يتفق والطبيعة الاقتصادية للأسهم بوصفها من أكثر أنواع الأوراق المالية تداولاً في بورصات الأوراق المالية.

فالمساهم حر في البقاء في الشركة أو الخروج منها، كما أن مبدأ حرية التداول يقصد به حرية المساهم في اختيار الشخص الذي يحيل أسهمه إليه دون اعتراض، مع مراعاة شروط صحة التداول وميعاده فلا تكون الأسهم قابلة للتداول إلا بعد قيد الشركة في السجل التجاري<sup>1</sup> وهذا كون الشركة لا تتمتع بالشخصية المعنوية إلا من تاريخ قيدها في هذا السجل.

ولا يترتب على التداول أي ضرر يلحق برأس مال الشركة، بل أن فكرة التداول هي السر في ازدهار هذا النوع من الشركات، فهي تتيح الفرصة للجمهور للاكتتاب في الأسهم مع احتفاظهم بحق التنازل عنها كلما دعتهم الحاجة إلى ذلك، لأن قابلية السهم للتداول تسمح لمن يريد المساهمة في الشركة أن يدخل أو يخرج منها بحرية دون أي تأثير عليها كلما رأى مصلحته في ذلك، فأصبح السهم تطبيقاً لمبدأ حرية التداول يباع ويشترى في سوق المال ويحظى بحماية قانونية تؤكد له الثقة والاطمئنان لدى الجمهور على مصير الأموال المستثمرة فيه.

ويجب أن يتم التداول وفق طرق محددة فالأسهم الاسمية وهي تلك الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتثبت ملكيته لها بقيد اسمه في سجلات الشركة<sup>2</sup> فيتم تداولها عن طريق التحويل أو النقل على سجلات الشركة، فلا يترتب تداول السهم الاسمي في مواجهة الغير أي أثر قانوني إلا عن طريق نقله في سجلات الشركة حتى يكون دليلاً على ملكية المتنازل إليه للسهم في مواجهة من يدعي حقا عليه، وهذا إذا كانت الأسهم غير مسجلة في حساب، أما إذا كانت كذلك فإن الانتقال يكون عن طريق التسجيل في الحساب.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>2</sup> المادة 715 مكرر 38 فقرة 2 من ق.ت.ج.

أما الأسهم لحاملها وهي تلك الأسهم التي لا تحمل اسم المساهم وإنما يصدر للحامل، وتحمل رقما متسلسلا، فيتم بمجرد التسليم أو المناولة اليدوية دون الحاجة إلى أية إجراءات أخرى<sup>1</sup>، أو عن طريق القيد في الحساب إذا كانت مقيدة في حساب جاري. أما بخصوص تداول السهم للأمر فإنه لا يجوز لشركة المساهمة أن تصدر أسهما للأمر في ظل القانون الجزائري.

اختلف شرح القانون التجاري حول التكييف القانوني لتداول الأسهم، فذهب جانب من الفقه إلى أن التداول هو التنازل عن الأسهم ومن ثم فإنه ما هو إلا تجديدا للدين بتغيير شخص الدائن أو تفويضا من المساهم الأصلي إلى مدينه وهو الشركة بدفع الدين إلى الدائن الجديد المتنازل إليه ويترتب على ذلك أن يسقط الدين القديم بما قد يلحق به من عيوب وينشأ دين جديد بين الشركة والمتنازل إليه فتنشأ علاقة مباشرة بينهما تمكن الشركة من مطالبته مباشرة بالمتبقي عليه من قيمة السهم. إضافة إلى ذلك بينا في موضوع الطبيعة القانونية للحق في السهم والذي تقدم سابقا، بأن فقه القانون التجاري أجمع على أن حق المساهم حق شخصي تجاه الشركة.

وبما أن تداول الأسهم هو المبدأ العام فمن أفضل التعمق أكثر في هذا الموضوع بالتطرق للضوابط أو القيود التي يمكن أن تحد من إطلاق هذا المبدأ بما يتوافق ومصصلحة كل من المساهم الذي يرغب في إحالة أسهمه من جهة، ومصالح باقي المساهمين والشركة من جهة أخرى. حيث أورد المشرع الجزائري قيود في القانون التجاري أجاز من خلالها الحد من تداول الأسهم بموجب اتفاقية تعاقدية بشرط عدم مخالفة أي نص قانوني.

### الفرع الثاني: أنواع الأسهم

تختلف أنواع الأسهم بحسب الأساس الذي يتخذ لتقسيمها أو بحسب الزاوية التي ينظر منها إلى السهم، وتأسيسا على ذلك نوضح فيما يأتي أنواع الأسهم:

**1- من حيث طبيعة حصة المساهم:** تنقسم الأسهم طبقا لهذا الأساس إلى أسهم نقدية وأسهم عينية<sup>2</sup>.  
أ. **الأسهم النقدية:** كما يدل عليها إسمها، هي التي تمثل حصة نقدية في رأس مال الشركة، ولا يقع الإكتتاب العام إلا عليها وحدها. الأسهم النقدية من أكثر أنواع الأسهم شيوعا، حيث أن أغلب الأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة هي أسهم نقدية.

ب. **الأسهم العينية:** هي تلك الأسهم التي تمثل حصة عينية كعقار أو منقول مادي أو معنوي، تقدم إلى الشركة مقومة بالنقد. ومن أمثلة الحصص العينية قطعة أرض تقام عليها منشآت الشركة أو مبنى بأكمله تستخدمه الشركة لإدارتها، ومن الحصص العينية أيضا المنقولات المادية كالسيارات أو البضائع، أو منقول معنوي كبراءة اختراع أو نموذج صناعي أو علامة تجارية، وتدخل هذه الحصص العينية إلى جانب الحصص النقدية في تكوين رأس مال الشركة.

<sup>1</sup> المادة 715 مكرر 38 فقرة 1 من ق.ت.ج.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق الذكر، ص 84.



قد وضعت العديد من القوانين آليات لتقويم الحصص العينية ذلك لأن تقويم حصص عينية في رأس مال الشركة قد لا يخلو من مخاطر، باعتبار أن رأس مال الشركة يمثل الضمانة الوحيدة للدائنين، والمخاطر التي تترتب عن الحصص العينية تتمحور كلها حول سوء تقدير هذه الحصص الأمر الذي ينجم عنه الأضرار بالشركة والمساهمين والغير على حد سواء.

فبالنسبة للشركة قد يلحقها الضرر من سوء تقويم المقدمات العينية حيث من شأن سوء التقويم إلحاق الضرر برأس مالها باعتباره أداة الشركة للنهوض بمشاريعها وأغراضها. وبالنسبة للمساهمين وخاصة أصحاب الأسهم النقدية وفي حالة المبالغة في تقدير المقدمات العينية يكونون قد حصلوا على أسهم تقل قيمتها عن قيمة الأسهم التي تسلمها مقدمو الحصص العينية المبالغ في تقويمها. وكذلك من شأن المبالغة في تقويم الحصص العينية إلحاق الضرر بالغير (المتعامل مع الشركة) والذي يمثل رأسمال الشركة بالنسبة إليه الضمان الوحيد نظرا لتحديد مسؤولية المساهم واستقلال ذمته المالية عن الذمة المالية للشركة. إزاء هذه المخاطر التي تهدد الشركة والغير وحق المساهمين فإن التشريعات الخاصة بالشركات تولى تقويم الحصص العينية عناية كبرى من خلال وضع قواعد لضمان حسن تقدير هذه المقدمات.

## 2 - أنواع الأسهم من حيث الشكل:

أ. **السهم الإسمي:** هو الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجل التنازل وتفيد الأسهم في هذا السجل ويودع في مركز الشركة ويشمل القيد على البيانات التالية:<sup>1</sup>

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم، ورقة الأسهم التي يمتلكها ونوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين بكل ما اكتتب به، وبهذه الكيفية يمكن معرفة مقدار دينه الباقي في ذمته.

- عملية التنازل التي تمت و تاريخ حدوثها.

يستخرج الصك المثبت لسهم من دفتر ذي قسمتين ويثبت في القيمة الباقية في الدفتر أهم البيانات الخاصة بالسهم والمساهم، ويتسلم المساهم صكوك الأسهم الإسمية التي ذكر فيها البيانات السالفة الذكر، ويذكر في السهم عادة أهم نصوص قانون الشركة، ويلحق بكل سهم كوبونات موضح فيها رقم السهم ورقم الكوبون المتسلسل.

تثبت ملكية السهم بقيدته في هذا السجل فيكون التنازل عنه بالقيد فيه أيضا، ولا يثبت حق المساهم إلا بهذه الطريقة، ويؤشر ذلك في هامش السهم الأصلي أو على ظهره إذا لم يعط سهما آخر جديدا.

إذا استوفيت الإجراءات الشكلية نشأت رابطة قانونية بين الشركة والمتنازل إليه، ويكون لهذا الأخير كل حقوق المتنازل كما لو اكتتب أصلا بالسهم، ولا يجوز للشركة أن ترفض هذا التنازل إذا توافرت في المتنازل والمتنازل إليه الأهلية اللازمة، أو كان المتنازل إليه مستجمعا للشروط المقررة في قانون الشركة،

<sup>1</sup> عبد القادر الحمزة، مرجع سابق الذكر، ص 20.



فإذا استوفى التنازل كل الإجراءات القانونية صار المتنازل إليه أي مشتري السهم في مأمن من كل العيوب الخفية التي قد تكون موجودة في علاقة المتنازل مع الشركة.

إذا كانت القاعدة العامة تقضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد، إلا أن الشركات التي تتكون من أشخاص متعارفين أو التي تقتصر عضويتها على طائفة معينة من الناس تشترط أحيانا أن تعلق التنازل على موافقة مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية على المشتري. وقد تحتفظ الشركة لنفسها بحق الشفعة في حال بيع السهم فتسترد الشركة السهم من يد المشتري الجديد مقابل تعهدها بدفع الثمن إلى البائع. وخوفا من المبالغة في الثمن يحدد قانون الشركة الأساس الذي يبني عليه تقديره للثمن، كأن يقوم السهم على أساس متوسط الأرباح التي وزعت خلال الخمس سنوات الأخيرة أو يباع السهم بالمزاد العلني على أن تكون المزايدة مقصورة على المساهمين.

**ب. السهم لحامله:** هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب الحياة المادية وتعتبر الحياة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في مستند الملكية. ولا يختلف شكل السهم لحامله عن السهم الاسمي إلا في كون الجزء الأعلى منه يذكر فيه لحامله (بدلا من ذكر اسم المساهم) مع بيان قيمة السهم الاسمي ورقمه المتسلسل مرفقا بكوبونات يبين فيها تاريخ استحقاق الربح. وتقتصر هذه الكوبونات عند حلول ميعاد الاستحقاق وتقدم للشركة لدفع الأرباح بدون حاجة إلى تقديم السهم بذاته. ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى أخرى. وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ممكنة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداورات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة أموالها. ويعتبر حائز السهم بحسن نية مالكا له عملا بقاعدة حياة المنقول مستند الملكية.

**ج. الأسهم الإذنية أو للأمر:** وهذا النوع من الأسهم يصدر لأمر أو لإذن شخص معين ويتم تداولها بطريق التظهير، وهذه الأسهم أكثر ضمانا من الأسهم لحاملها. حيث يقوم مالكاها عند التنازل عنها بتظهيرها بالكتابة على ظهر الصك بما يفيد نقل ملكيتها كالسندات التجارية دون الحاجة إلى الرجوع للشركة، لذلك وجب أن تكون الأسهم الإذنية كاملة الوفاء أي يتم سداد كامل قيمتها.<sup>1</sup>

**3- الأسهم من حيث علاقتها برأس المال:** تقسم الأسهم من حيث علاقتها برأس المال إلى أسهم رأس المال وأسهم التمتع.

**أ. أسهم رأس المال:** هي الأسهم التي تتكون من مجموع قيمتها رأس مال الشركة، وبمعنى آخر هي الأسهم التي لم يقبض المساهم قيمتها الإسمية من الشركة أي الأسهم التي لم تستهلك، يتم دفع قيمتها بشكل مباشر عند تأسيس الشركة أو عند الرفع من رأس مالها<sup>2</sup>. فيظل السهم رأس المال قائما داخلا في موجودات الشركة متصلا بأموالها لحين إنقضاء الشركة وعند ذلك فقط يتقاسم المساهمون أموال الشركة ويسترد كل منهم أسهمه في رأس المال لكل واحد ما يستحقه حسب نتيجة التصفية أما إذا أراد المساهم أن يسترد قيمة سهمه قبل إنقضاء الشركة فلا سبيل إلى ذلك إلا أن يتنازل عن السهم للغير. إن لرأس مال

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق الذكر، ص 90.

<sup>2</sup> Philippe Spieser, la bourse, 4 eme edition, librairie Vuibert, Paris, 2010, page 65.

شركة المساهمة أهمية كبيرة من حيث إنه يمثل الضمان العام للدائنين بالإضافة إلى أنه عنصر جوهري في تمويل الشركة للمشاريع التي قامت من أجلها.

**ب. سهم التمتع:** هو الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الإسمية لسهمه. ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك في القانون النظامي للشركة، وذلك بطريق القرعة. الأصل أن الأسهم لا تعطي قيمتها للمساهمين بل يبقى ما يمثلها من موجودات الشركة متصلا بأموالها لحين انقضائها وحينئذ ينقسم المساهمون أموال الشركة فإذا أراد المساهم أن يستولي على سهمه قبل انقضاء الشركة فسبيل ذلك هو بيع السهم. لكن بعض الشركات التي يقوم استغلالها على التزام ممنوح لها من قبل الحكومة أو من شخص معنوي لمدة معينة تصبح في نهايتها موجودات الشركة مملوكة لمانح الالتزام بدون مقابل، حيث ترى نفسها ملزمة باستهلاك الأسهم أثناء بقائها لأنها إذا لم تلجأ إلى هذه الوسيلة يستحال على المساهمين أن يحصلوا على شيء ما عند انقضائها لأن الشخص المعنوي يستولي بموجب الالتزام على موجودات الشركة بلا مقابل فتتلاشي قيمة الأسهم، لذلك تباشر الشركة باستهلاك الأسهم عن طريق القرعة فتخصص جزءا كبيرا من الأرباح للوفاء بقيمة عدد معين من الأسهم كل عام.

إلا أن المساهم الذي استهلك سهمه لا تتقطع صلته نهائيا بالشركة، بل يبقى متصلا بها ويعتبر مساهما لأنه يعطي بدل سهمه المستهلك سهم تمتع ولا يعطي هذا السهم لحامله نفس حقوق حامل السهم الذي لم يستول بعد على حصته في رأس المال. لذلك تكون حقوق حامل سهم التمتع أقل من حقوق حامل السهم في ضمان المبادئ التالية:

- يبدأ بإعطاء حملة الأسهم الحية إيرادا قدره خمسة أو ستة في المائة كفاائدة عن حصتهم في رأس المال وما يقبض بعد ذلك من الأرباح يوزع بالتساوي بين المساهمين بما فيهم حاملي أسهم التمتع. وبذلك يستولي حامل السهم على نوعين من الأرباح:

• **Coupon D'intérêt<sup>1</sup>**

• **Coupon De Dividende**

أما أسهم التمتع فلا تعطي صاحبها إلا الربح الثاني فقط.

- إذا صفيت الشركة قبل استهلاك كل الأسهم رأس المال بديء بإيفاء قيمة هذه الأسهم، وما يفيض بعد ذلك يقسم كربح بين حملة الأسهم جميعا بالتساوي بما في ذلك أسهم التمتع.

**4- أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحقوق:** يمكن تقسيم الأسهم من حيث طبيعة الحقوق التي يخولها السهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

**أولا - الأسهم العادية:**

تعتبر الأسهم العادية هي النوع الأكثر والأوسع استخداما من قبل الشركات في حصولها على الموارد التمويلية ، وبالذات لتكوين رأس المال عند تأسيس هذه الشركات، ولا يمكن تصور إنشاء شركة

<sup>1</sup> يجب التمييز بين كوبون الفائدة الثابت وشرط الفائدة الثابتة، فالأول لا يجوز سداه إلا من الأرباح فقط.

مساهمة بدون أن تقوم بإصدار أسهم عادية، وقد تقتصر الأسهم في بعض الشركات المساهمة على الأسهم العادية، ومن ثم فإن الأسهم العادية هي الأداة التي لا بد منها لتوفير التمويل للشركات المساهمة، وبالتالي فإنها الأداة الأكثر استخداما في تعاملات الأسواق المالية. ويمثل السهم العادي حق الملكية في جزء من رأس مال الشركة، كما يعتبر ورقة مالية يعطي الحق في عوائد وأصول الشركة.<sup>1</sup>

أ- **مزاي و عيوب الأسهم العادية:** عادة تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة لها بالإضافة إلى بعض العيوب.<sup>2</sup>

#### أ - 1 المزايا التي تحققها الأسهم العادية للمستثمر فيها: وهي تتمثل فيما يلي:

- أنها توفر للمستثمر الحق في الاشتراك في إدارة المشروع، حيث تمنح حامل الأسهم الحق في حضور اجتماعات الهيئة العامة لشركة المساهمة العادية منها وغير العادية، وكذلك له الحق بموجبها في التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وحتى الترشيح لعضوية مجلس الإدارة ضمن الشروط التي توضع في بعض الحالات وله أن يخول حقه في التصويت لأحد الأعضاء الآخرين، إلا أن ما يلاحظ في الواقع الفعلي هو أن بعض المساهمين الكبار في شركات المساهمة هم الذين يتمتعون عمليا بسلطة الإدارة من خلال إمتلاكهم لحصة أكبر أسهم الشركة تتيح لهم قوة تصويتية أعلى تتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة، إضافة إلى أن عدم حضور عدد غير قليل من المساهمين وخاصة الصغار منهم والذين يتسع عددهم وتزداد مساهمتهم نتيجة عددهم الكبير في الاجتماعات ومن ثم لا يشاركون في الانتخابات بسبب الحصة المنخفضة لكل منهم في أسهم الشركة، أو أن البعض منهم يقوم بتحويل أشخاص آخرين بدلا عنهم، وبالذات من حملة الأسهم الكبار، وبهذا تتخفف مساهمة صغار حملة الأسهم في إدارة شركات المساهمة فعليا، وتزداد سيطرة كبار المساهمين عليها.

- الحق لمالك السهم العادي في الشركات المساهمة في الحصول على حصة من الأرباح التي تحققها الشركة، وتقرر توزيعها، وبقدر يتناسب مع حصته في أسهم الشركة.

- يتمتع أصحاب الأسهم العادية بحق الأولوية على غيرهم في شراء الأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها في الغالب.

- الحق في الحصول على حصة من موجودات الشركة (المتداولة والثابتة) وعلى قدر المساواة مع المساهمين الآخرين، أي بدون تفضيل أو إعطاء الأولوية لأحدهم على الآخر، وبشكل يتناسب مع حصتهم في أسهم الشركة .

- الحق في مراقبة عمل الشركة ومتابعة هذا العمل وفق آليات وصيغ تنظم هذا الحق وكما ينص عليه النظام الداخلي للشركة واللوائح والتشريعات والنظم ذات العلاقة بعمل شركات المساهمة، وحق العضو في التعرف على نشاطات الشركة والنتائج التي تحققها والأوضاع والظروف التي ترافق عملها.

<sup>1</sup> Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 10e édition, Pearson France , 2013, page 05.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، إربد، ص 200.

أ-2 المزايا التي تحققها الأسهم العادية للشركات المصدرة لها: تحقق الأسهم العادية العديد من المزايا للشركات المساهمة التي تقوم بإصدار هذه الأسهم ومنها:

- أن الأسهم العادية لا تمثل عبئاً مالياً على الشركة المساهمة صدرتها لها، لأنها لا تلتزم بدفع أية مدفوعات لحملة الأسهم بما في ذلك عدم التزامها بدفع أرباح لحملة الأسهم إلا عندما تحقق الشركة مثل هذه الأرباح، وبشرط اتخاذ قرار من الشركة بتوزيعها كلاً أو جزءاً.

- تعتبر هذه الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل، وقد تراقق الشركة طيلة فترة ممارستها لعملها واستمرارها فيه، لأن شركة المساهمة غير ملزمة بدفع أورد قيمة الأسهم العادية هذه إلى المساهمين فيها في موعد محدد، وهذا يرتبط فقط بتصفية الشركة وبعد تسديد كافة الالتزامات المترتبة عليها.

- أن الأسهم العادية توفر ضماناً للدائنين لشركات المساهمة المصدرة لهذه الأسهم إذ أن ثقة الدائنين تزداد وتتوفر لهم ضمانات أكبر كلما انخفضت نسبة الديون إلى حقوق الملكية أي الأسهم العادية، وبزيادة الأسهم العادية مقارنة بالديون تزداد القدرة الإقتراضية لشركة المساهمة.<sup>1</sup>

أ-3 عيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر والشركة المصدرة لها فهي:

- إن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة المشاركة في الإدارة، وهذا قد يؤدي إلى فقدان السلطة الإدارية للمساهمين الأصليين بدخول مساهمين جدد.<sup>2</sup>

- إن العائد الذي يمكن أن يتحقق للأسهم العادية غير مؤكد، لأن هذا العائد يعتمد على أمرين وهما تحقيق الشركة للأرباح من ناحية، واتخاذ قرار من الشركة بتوزيع هذه الأرباح على حملة الأسهم، إذ قد يتم إعادة استخدام الأرباح في إجراء توسعات الشركة مثلاً، بدون توزيع الأرباح هذه، وبالتالي لا يستلم حملة الأسهم العادية هذه الأرباح حتى في حالة تحققها، ما لم يتم توزيعها عليهم.

- إن توسيع قاعدة المساهمين عندما يتم إصدار أسهم جديدة قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم، وبالذات في حالة استخدام حصيلة إصدار الأسهم الجديدة في إجراء توسعات في الشركة، ومن ثم عدم تحقيق أرباح أكبر.

- إن توزيعات الأرباح التي تقوم بها الشركة المساهمة على حملة الأسهم العادية لا تخفف من العبء الضريبي، لأن الضريبة تفرض قبل توزيع الأرباح على المساهمين فيها.

ب: قيمة الأسهم العادية: توجد عدة أنواع يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساسها، ومن أهمها ما يلي:

ب-1 القيمة الإسمية للسهم العادي: وهي القيمة المثبتة على وثيقة السهم، وعادة تكون الأسهم العادية ذات قيمة إسمية واحدة، وتوفر ذات الحقوق وتحمل ذات الواجبات، أي أنها متساوية في القيمة الإسمية وفي الحقوق وفي الواجبات، وعادة تقوم شركات المساهمة المصدرة للأسهم العادية بتوزيع أرباحها على

<sup>1</sup> دلول عمار عبد الحسين، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية باستخدام نموذج التأكيد المعادل، دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، ص 40.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف بالإسكندرية، 1993، ص 11.

أساس النسبة المئوية في القيمة الإسمية للسهم العادي، وفي الغالب تحدد معظم الدول الحد الأدنى للقيمة الإسمية للسهم العادي.

**ب-2 القيمة الدفترية للسهم العادي:** هي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة أي سجلاتها، وهي قيمة محاسبية تبينها سجلات الشركة ودفاتها.

**ب-3 القيمة السوقية للأسهم العادية:** هي القيمة التي يحددها سوق للسهم العادي نتيجة للتفاعل الحر والتلقائي بين العرض والطلب في السوق التامة افتراضا ، أي سوق المنافسة الكاملة والتي لا توجد فيها قوى احتكارية يمكن أن تؤثر على العرض أو الطلب وعلى الاثنين معا، وفي السوق الحرة غير الاحتكارية يتحدد السعر التوازني للسهم من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه، وفي الحالة التي يزيد فيها العرض على الطلب تنخفض قيمة السهم العادي السوقية، أما في حالة زيادة الطلب على العرض تزداد قيمة السهم العادي السوقية، ويتم اعتبار القيمة التي تتحدد عند السعر التوازني الذي يتساوى عنده الطلب على السهم العادي مع عرضه معبرة عن القيمة الحقيقية للسهم. وتوجد العديد من العوامل التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي، أي قيمته (سعره) في السوق الأوراق المالية.<sup>1</sup> كما تتغير القيمة الرأسمالية نتيجة بعض التصرفات التي تتخذها الشركات مثل إصدار أسهم جديدة وتوزيع حقوق لحمة أسهم الشركة.<sup>2</sup> تكون التنبؤات حول قيم الأسهم السوقية عادة مبنية على الأحكام الشخصية للأفراد المتعاملين في السوق كما تختلف هذه التنبؤات من شخص لآخر، وعليه فإن هذا الاختلاف يكون سببا في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية، لذا تكون القيمة السوقية للسهم أعلى أو معادلة أو أقل من القيمة الحقيقية، ويتوقف هذا على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية لمدى ربحية الشركة في المستقبل ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها، وللحالة الاقتصادية العامة، ومعدلات التضخم وأسعار الفوائد، حيث يتوقع أن ترتفع أسعار الأسهم مع انخفاض اسعار الفوائد على الودائع.

تتغير هذه القيمة كذلك من وقت لآخر وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى إنتاجها ومبيعاتها وكلما وزعت الشركة أرباحا جيدة على المساهمين مقارنة بالشركات الأخرى، أيضا تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركة كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية إيجابية حول تقدم الشركة وتطورها. ويؤدي المطلعون دورا هاما في التأثير على أسعار الأسهم السوقية، والمطلعون كما عرفتهم لجنة الأوراق المالية والبورصة هم " المدراء ( أعضاء مجلس الادارة) وموظفي الشركة وأي مالك مستفيد من أكثر من ( 10 % ) من أسهم الشركة، وكذلك الصحفيين العاملين مع الشركات والمتخصصين والمحللين الماليين الذين يمتلكون مهارات تحليلية مميزة، وسموا بالمطلعين لأنهم وبحكم المواقع والمهام

<sup>1</sup> العامري محمد علي، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص 62.

<sup>2</sup> نهال فريد مصطفى وجلال ابراهيم العبد ومحمد الحناوي، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص 197.

التي يؤديها، هم أكثر إطلاعا على الحوادث والظروف والمعلومات الخاصة ( غير المتوفرة للمشاركين الآخرين ) التي تؤثر بالأسعار السوقية.<sup>1</sup>

**ب-4 القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع المساهم في الشركة المساهمة الحصول عليها للسهم العادي في حالة تصفية الشركة بعد استبعاد كافة الالتزامات التي تترتب عليها، بما في ذلك حقوق الأسهم الممتازة، وبما أن تصفية الشركة تعتبر نتيجة غير ايجابية لعمل الشركة والمرتبطة في الغالب بعدم نجاح الشركة وضعف نشاطها وادارتها، ولذلك فهي تعتبر نتيجة غير ايجابية للمساهمين في الشركة، ولهذا فإنهم في الغالب لا يتوقعون الحصول إلا على جزء فقط من القيمة الإسمية لسهم العادي، وهو الأمر الذي قد يتحقق في الغالب، وقد لا يحصلون على أي جزء من القيمة الإسمية للسهم العادي وبالذات عندما تكون التزامات الشركة بما فيها حقوق الأسهم الممتازة تفوق أو تساوي موجوداتها وبحيث لا يتبقى لدى الشركة موجودات تدفع منها قيمة الأسهم العادية.

#### ج: عائد الأسهم العادي

يحتل عائد السهم العادي أهمية كبيرة في التعاملات بالأسهم في الأسواق المالية إضافة إلى قيمة السهم العادي في السوق (القيمة السوقية) وبالذات للمستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل من الأسهم العادية، وبالتالي فإن ما يهمهم أساسا في استثماراتهم هذه هو العائد من السهم العادي الذي يحصلون عليه طيلة فترة احتفاظهم به وليس العائد الذي يتحقق من عمليات المتاجرة والمضاربة بالسهم العادي عن طريق عمليات البيع والشراء، وقد يفضل البعض العائد لاحقا ولذلك يستثمر في مشروعات يتوقع لها النجاح وتحقيق أرباح ومن ثم عائد أكبر لسهمها العادي، في حين أن البعض يمكن أن يقبل بعائد مناسب للأسهم العادية تعود لشركات مستقرة، ولذلك فإن قياس عائد السهم العادي مهم للمستثمرين، وكذلك للتجار المضاربين والذين يتعاملون في الأسواق المالية والنقدية لأن العائد لا يؤثر فقط على الدخل الذي يتحقق نتيجة للسهم العادي، وإنما على قيمة السهم في السوق وهناك عدة مؤشرات ومقاييس يتم استخدامها لقياس عائد السهم العادي ومن أهمها نصيب السهم العادي من الأرباح المتحققة، وهذا المقياس يؤدي دورا هاما وأساسيا في تحديد سعر السهم (قيمه) وتحاول الشركات المساهمة عادة العمل بكل جهودها على رفع هذا النصيب أو الحصة للسهم العادي من الأرباح الموزعة لأنه يعتبر محدد أساسي للمستثمر عندما يتخذ قراره بالاستثمار في أي سهم عادي من عدمه.

#### د: حقوق حملة الأسهم العادية

يتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك الشركة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة وتحدد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبالتفصيل في عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات وتتمثل حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي:

<sup>1</sup> هشام طلعت عبدالحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21، 2010، ص 57-58.



- الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها : باستثناء الحالات التي يقوم فيها حملة الأسهم باستثمار أموالهم في الشركة لغرض زيادة قيمة هذه الأوراق المالية في المستقبل، نجد أن الحملة ينظرون لاستثماراتهم في الشركة كمصدر للحصول على دخل يتخذ شكل الأرباح الموزعة ولكن رغما عن ذلك فلا حق لهم في الأرباح إلا إذا أعلن توزيعها، ومعني هذا أن الشركة قد تحقق أرباحا، مع ذلك قد يتقرر عدم التوزيع، وبالتالي لا يمكن لحملة الأسهم الحصول على الدخل المتوقع، ولكن بمجرد إعلان توزيع الأرباح تصبح هذه الأرباح دينا على الشركة ويمكن لحملة الأسهم إجبار الإدارة على الدفع، بالإضافة إلى المحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة وأيضا الاحتياطات في حال بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية.<sup>1</sup>
  - الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية المختلفة : تتألف الجمعية العمومية من جميع حملة الأسهم مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل واحد منهم، ولهذه الجمعية الكلمة في إدارة الشركة، حيث تقوم بفحص ومناقشة الحسابات السنوية والتصديق عليها، وتحديد الأرباح التي سيتم توزيعها على المساهمين و انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .
  - حق التصويت: لكل مساهم الحق في التصويت بنسبة عدد الأسهم التي يملكها وللمساهم حق تحويل هذا الحق بصفة استثنائية أي في حالة الضرورة وتوكيل غيره بالتصويت نيابة عنه، علما بأن عملية توكيل الغير في التصويت تراقب بواسطة لجنة البورصة من أجل:<sup>2</sup>
    - تجنب استفادة الإدارة من عملية التفويض بالتصويت لتحقيق منفعة ذاتية.
    - منع استفادة صغار الملاك من تحقيق مزايا خاصة من خلال هذه العملية.
    - في حالة التصويت المجمع حيث يسمح للمساهم بالتصويت عدة مرات لمدير واحد.
- ر- كلفة تمويل الأسهم العادية وتقويمها:**
- ر-1 كلفة تمويل الأسهم العادية:** تكلفة التمويل للسهم العادي تعتبر مهمة عند التعامل في الأسواق المالية والنقدية لأنها هي التي يتم الاستناد عليها في تحديد أدوات التمويل ومن ثم الاستثمار فيها، وعادة يتم حساب كلفة تمويل السهم العادي من قبل الشركة المصدرة للسهم، ومن قبل المستثمر، وتتمثل في نصيب السهم العادي من الربح المدفوع أخذا في الاعتبار معدل النمو السنوي للأرباح.
- ر-2 تقويم الأسهم العادية:** توجد العديد من الطرق يمكن استخدامها في تقويم الأسهم العادية، منها ما يلي:
- متوسط الإيرادات الذي يتم استخدامه عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي لحصة السهم الواحد من الأرباح لعدة فترات زمنية، وهذا المتوسط لا يبين اتجاه الإيرادات سواء كانت ثابتة أو متزايدة أو متناقصة عبر الزمن.

<sup>1</sup> مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلات في عالم النقد و المال، الجزء الأول ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ، ص84 .

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية .مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية ، الطبعة الأولى، الاسكندرية ، 1997 ، ص 582 .



- اتجاه الإيرادات، حيث يتضمن البعد الزمني للإيرادات المتحققة خلال الفترة الزمنية الماضية، ويتم وفق هذا المؤشر تلافي العيب المتصل بذلك في حالة المؤشر السابق، أو الطريقة السابقة، إذ أن هنالك احتمالات عديدة في هذا الصدد منها:

- اتجاه الإيرادات بشكل ثابت.
- اتجاه الإيرادات بصورة متزايدة.
- اتجاه الإيرادات بصورة متناقصة.

استناداً إلى الاحتمالات المذكورة، فإن المستثمر عندما يقوم بالاستثمار في الأوراق المالية فإنه يختار الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق اتجاه متزايد في الإيرادات نتيجة النجاح المستمر والمتزايد للمشروعات المصدرة لمثل هذه الأوراق، وبعد ذلك يختار الاستثمار في الأوراق المالية التي يكون اتجاه إيراداتها ثابتاً أي المشروعات المستقرة التي تحقق عائد ثابت ومنظم، ولا يتم الاستثمار في الأوراق المالية التي يكون اتجاه إيراداتها متناقصاً نتيجة تعثر عمل المشروعات المصدرة لها.<sup>1</sup>

### ثانياً - الأسهم الممتازة:

يحمل السهم الممتاز بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى وهو بذلك يشبه السند، حيث إنه يمثل جزء من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة وبذلك يشبه السهم، فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة إسمية تصدرها المنشأة ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع. تمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بعدة مزايا هي: إذا صفي المشروع لسبب ما فإنه يجب إعطاء الأولوية في السداد لحملته. كما يحق لحامل الأسهم الممتازة أن يحصل على قدر من الأرباح قبل الأسهم العادية إذا تحقق فعلاً ربحاً يسمح بذلك. والجدير بالذكر أن الأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدرة لها، وتتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الاشتراك بالإدارة، وهذا مما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية، وبهذه الصفة فهي تشبه السندات والقروض، ومع ذلك لا تحتاج الشركة إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات لهذه الأسهم، بما أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الملكية فإنه لا يوجد تاريخ محدد لتسديدها.<sup>2</sup> ولحامل السهم الممتاز أولوية على حامل السهم العادي في أموال التصفية، كما أن له في التوزيعات السنوية بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم.<sup>3</sup>

### أ- مميزات الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين<sup>4</sup>، من مميزات الأسهم الممتازة بالنسبة للمستثمر أن الشركات عندما تصدر هذا النوع من الأسهم فإنها تصدرها

<sup>1</sup> حافظ عبد الناصر، استخدام أسعار الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية على عينة من الشركات العراقية، مجلة المحاسبة والمالية، العدد 17، 2011، ص-ص 191-192.

<sup>2</sup> حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد و محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013، ص 70.

<sup>3</sup> منير إبراهيم هندی، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 29.

<sup>4</sup> علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الاعصار ومكتبة المجتمع العربي، 2012، ص 33.

لتناسب وأذواق بعض المستثمرين الذين يرغبون بالحصول على دخل ثابت وبدون خطورة، من ناحية أخرى فإن حملة هذه الأسهم يحصلون على قيمة أسهمهم قبل حاملي الأسهم العادية ولهم الحق أيضا في الحصول على أرباح قبل أية توزيعات على الأسهم العادية.

وضحنا فيما سبق مزايا الأسهم الممتازة للشركة والمستثمر ونبين فيما يلي عيوب هذه الأسهم بالنسبة لهما، فبالنسبة للشركة تكلفها كثيرا إذا ما قورنت بالسندات، فهي لا تخفض الوعاء الضريبي من جهة وتمثل عبء ثابت على الشركة المصدرة لها من جهة أخرى، أي أن الشركة ملزمة بتوزيع نسبة ثابتة من الأرباح على حملة هذه الأسهم، أي أن الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة تدفع من الأرباح الصافية بعد الضريبة، وبالتالي لا ينتج أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة، لذلك فإن استعمال الأسهم الممتازة كمصدر تمويل غير شائع كثيرا. أما عيوبها بالنسبة للمستثمر فهي مواجهة حملتها للمخاطر كما هو الحال بالنسبة لحملة الأسهم العادية، وإن حملتها لا يحق لهم المشاركة بالإدارة.<sup>1</sup> ومما هو جدير بالذكر أنه قد تنص شروط إصدار الأسهم الممتازة على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا كانت هناك موافقة من حاملي هذه الأسهم ورغبة من جانب الشركة، ومن ناحية أخرى قد تنص الشروط على حق حملة الأسهم الممتازة في جميع الأرباح، لكن السؤال الذي يثار ما هي الأسباب التي تدعو الشركة إلى إصدار أسهم ممتازة؟

هناك عدة أسباب أهمها رغبة الشركة زيادة مواردها المالية المتاحة وبدون أن يكون لأصحاب هذه الأموال المتأتية من الاكتتابات في هذه الأسهم أية حقوق في إدارة الشركة، وسبب آخر يدفع الشركة لإصدار مثل هذه الأسهم هو رغبتها بالتجارة بالملكية، إلا أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالدين، وقد تصبح هذه التكلفة مرتفعة إذا كانت الأسهم الممتازة من النوع التراكمي و/ أو المشارك، وبما أن الأسهم الممتازة لا تستحق، فإن الشركة تعطي لنفسها المرونة في التمويل بتضمين بند استدعاء في عقد إصدار الأسهم الممتازة، لهذا السبب فإن معظم إصدارات الأسهم الممتازة هي من النوع القابل للاستدعاء وبسعر استدعاء أعلى من سعر الإصدار.

وإذا أردنا أن نجري مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة فأننا نسجل الملاحظات التالية :

- ✓ الأسهم الممتازة أقل انتشارا وشيوعا من الأسهم العادية ؛
- ✓ حملة الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في التصويت؛<sup>2</sup>
- ✓ الأسهم الممتازة لا تشارك في الإدارة بعكس الأسهم العادية التي تشارك في الإدارة؛
- ✓ يحق للأسهم العادية أرباح إذا حققت الشركة أرباح وصدر قرار مجلس الإدارة بتوزيعها في حين أن للأسهم الممتازة حق في الحصول على نسبة ثابتة من الربح؛

<sup>1</sup> محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين الشمس، مصر، ص 15.

<sup>2</sup> Dov Ogien, pratique des marches financiers, 3 eme edition, Dunod, Paris, 2010, page 134.

- ✓ عند تصفية الشركة لأي سبب فإن للأسهم الممتازة الأولوية في السداد، أما الأسهم العادية فإنها لا تأخذ نصيبها من أصول الشركة عند التصفية إلا بعد سداد الالتزامات جميعها؛
- ✓ تتذبذب أسعار الأسهم العادية صعودا وهبوطا بصورة أكثر من الأسهم الممتازة؛
- ✓ يجوز أن تكون حقوق الملكية أسهم عادية في حين لا يمكن تصور حقوق الملكية أسهم ممتازة؛
- ✓ تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية.

#### ب - أنواع الأسهم الممتازة:

تصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة حسب المزايا التي تحققها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصا من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل إلى أسهم عادية أو قابليتها للاستدعاء من قبل الشركة المصدرة وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:<sup>1</sup>

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية، ذلك بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق إذا يسقط المساهم العادي مطالبه بتوزيعات سنوات سابقة كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير مجمع الأرباح. ووفقا لما سبق إذا حققت الشركة أرباحا في سنة من السنوات ولكنها لم تعلن عن توزيعها أرباح على المساهمين لسبب من الأسباب يحتفظ حامل السهم الممتاز مجمع الأرباح بحقه في الحصول على نصيبه من هذه الأرباح وذلك في العام التالي إذا ما أعلنت الشركة عن توزيع أرباح، كما يجب أن يعطي له حق الأولوية في تحصيل أرباحه قبل المساهمين العاديين.
- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم في الأرباح من عملية التوزيع الأولي.
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي ميزة تعطى لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية في الحصول على نصيبه من الأرباح، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.
- **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة، وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بيردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة

<sup>1</sup> محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، داتر وائل للنشر، عمان، ط1، 2005، ص - ص 81 - 82.

زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يمثل ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض من الأموال يمكنها من تصفية قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين وبالتالي تخفض الرفع المالي للشركة.

### المطلب الثاني: ماهية السندات

تحتاج الشركات في بعض الحالات إلى طرق قانونية للحصول على أموال إضافية نتيجة لتوسيع نشاطها أو حاجتها إلى السيولة النقدية، ولتحقيق ذلك تستطيع الشركات اللجوء إلى زيادة رأس المال وطرح أسهم جديدة للإكتتاب فيها ولكن قد لا ترغب الشركات في هذه الطريقة لأنها ستأتي بمساهمين جدد يشاركون المساهمين القدامي في إقتسام الأرباح، لذا تفضل الشركة إختيار طريقة الإقتراض من أحد البنوك التي لها القدرة المالية على ذلك، أو تلجأ إلى الجمهور للإقتراض عن طريق طرح سندات القرض للإكتتاب فيها، حيث تغطي هذه السندات قيمة القرض المطلوب. وتلعب السندات دورا كبيرا في اقتصاديات البلدان وتعد إحدى الأوراق المالية التي هي محل التداول في بورصات الأوراق المالية، لذا سوف نتناول في هذا المطلب الجوانب ذات العلاقة بالسندات مقسمين إياه الى ثلاثة فروع نخصص الفرع الأول لتعريف السندات وخصائصها، والفرع الثاني لأنواع السندات والفرع الثالث نخصصه للطبيعة القانونية للسندات.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: مفهوم السندات وخصائصها

نبحث في هذا الفرع مفهوم السندات وأهم خصائصها في نقطتين كالآتي:

#### أولا - مفهوم السندات:

وردت تعريفات عديدة للسندات تبعا لإختلاف وجهة النظر إليها، فمنهم من عرفها على أنها صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول تمثل قرضا طويل الأجل يعقد عن طريق الإكتتاب العام. ويلاحظ على هذا التعريف وإن كان قد أبرز جانبا من الخصائص الجوهرية للسندات كإعطاء الصفة الجماعية لعقد القرض وقابلية السندات للتداول، إلا أنه ينتقد من زاويتين وهما :

- لم يتطرق إلى الحقوق والإلتزامات التي تترتب على الإكتتاب في السندات أو على إمتلاكها عن طريق تداولها في البورصة.
- ليس من الضروري أن يكون القرض عن طريق السندات الطويلة الأجل وفي جميع الحالات وإن كان هو الوضع الغالب.

وعرف السند أيضا بأنه: صك قابل للتداول تصدره الشركة ويتعلق بقرض طويل الأجل يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للإكتتاب ويعطي صاحبه الحق في إستيفاء الفوائد السنوية وفي إسترداد قيمته عند حلول الأجل أو في وقت تعينه الشركة.<sup>2</sup> ويلاحظ على هذا التعريف أنه، وإن كان قد تلافي بعض

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم ملود، مرجع سابق الذكر، ص-ص: 111-112.

<sup>2</sup> نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، سعر السندات في مصر، توصيف للواقع و مقترحات للتطوير، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150، جويلية 2006، القاهرة، ص 13.

الإنقادات الموجهة إلى التعريف السابق، وذلك بإبرازه الفوائد السنوية بوصفها الغرض الرئيس من شراء السند من قبل المقرض (المشتري) كنتيجة لتوظيف أمواله في هذا المجال الإستثماري، ولكن ينتقد على أساس أنه حصر السندات في الشركات في حين أن هذه السندات من الممكن إصدارها من قبل الدولة أو بعض مؤسساتها. وهناك من يعرف السندات إستنادا إلى خصائصها الشكلية فقط بإعتبار السند (الصك الذي يثبت دين الشركة أمام المقرض). وفي تاريخ معين، فإن السعر الذي سيتم فيه التفاوض على هذا العقد أو تقييمه سيتوافق بالضرورة مع القيمة الحالية للسند، أي مجموع القيم، المحدثة في هذا التاريخ وفقاً لطريقة يتم تحديدها.<sup>1</sup>

عرف السند أيضا بأنه : عقد أو إتفاق بين المصدر (المقرض) والمستثمر (المقرض) بمقتضى هذا الإتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة. ويلاحظ على هذا التعريف فضلا عن إبرازه الجانب الإقتصادي في السندات، تركيزه على السندات بوصفها علاقة عقدية بين المقرض (الشركة) من جهة والمكاتب في سند القرض من جهة أخرى، يلتزم الأخير بدفع قيمة السند وقبوله الشروط الواردة في نشرة الإصدار مقابل إتزام الشركة بقيمة السندات كاملة والفوائد المتفق عليها في نهاية المدة المحددة للقرض. ويتباين موقف القوانين من السندات أو إسناد القرض سواء من حيث تنظيمها والسماح للشركات بإصدارها أو من حيث تسميتها أو تعريفها. لذا يمكن القول أن تعريف سندات يستند إلى المعايير الآتية:<sup>2</sup>

- بيان الخصائص التي تميز السندات عن الأوراق المالية الأخرى، لأن هناك أوراق مالية تمثل حق مديونية على الشركة ومن شأن إبراز هذه الخصائص تمييز سندات القرض عن هذه الأوراق.
  - إبراز طريقة إبرام عقد القرض الذي تمثله السندات وهي الاكتتاب والذي له أهمية كبيرة في تمييز أصحاب السندات عن بقية دائني الشركة، إبراز مدة إبرام عقد القرض.
  - والعنصر الجوهري في أي تعريف السندات هو بيان الحقوق التي تخولها هذه السندات.
- فحين أصبح المشرع الجزائري بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93 . 08 يسمح بإصدار سندات المساهمة من طرف شركات المساهمة، وعرفها كما يلي: "تعتبر سندات المساهمة سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب استنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة وتقوم على القيمة الإسمية للسند. يكون الجزء المتغير موضوع تنظيم خاص، توضح حدوده بدقة".<sup>3</sup> كذلك عرف سندات الاستحقاق على أنها " هي سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة لإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, Paris, 2010, page 175.

<sup>2</sup> عبد الباسط كريم ميلود، مرجع سابق الذكر، ص-ص: 118-119.

<sup>3</sup> المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.

من خلال هذه التعاريف، يظهر لنا أن المشرع الجزائري استوحى واقتبس نفس التعاريف الفرنسية، وكذا شروط و أحكام إصدار هذه السندات، و بالإضافة إلى ذلك، فإنه حصر مهمة إصدار السندات على شركات المساهمة فقط، خلافا للمشرع الفرنسي الذي وسّع من دائرة الأشخاص المصدرة لهذا النوع من القيم المنقولة لتشمل متعاملين آخرين.

### ثانيا - خصائص السندات:

كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية فإن للسندات خصائص مميزة نذكر من أهمها:

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا، سواءا حققت الشركة أرباحا أو خسائر.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاق بين الشركة المصدرة ( أو الحكومية) وبين المستثمرين (المدخرين من جمهور ومؤسسات مالية) تلتزم بمقتضاه الشركة ( أو الحكومة) بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الإسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند أي تاريخ الاستحقاق، فعلى الهيئة المصدرة إيداع (حجز) جزء من أرباحها سنويا يسمح لها في نهاية تلك الفترة من تسديد ما عليها من ديون في شكل سندات مصدرة، كأن تضع لدى البنك المشرف على الإصدار مبلغا سنويا بحيث يمكنها من تسديد قيمة السندات عند تاريخ استحقاقها.
- علاوة الإصدار وعلاوة التسديد: قد تباع السندات بأسعار تقل عن القيمة الإسمية لها، وذلك في رأينا تشجيعا للمكتتبين، ويعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الإسمية بعلاوة الإصدار، كما قد تسدد السندات بقيمة أعلى من القيمة الإسمية وعندئذ يعرف الفرق بعلاوة التسديد.<sup>1</sup>
- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: إسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية (طمأننتهم على مدخراتهم)، كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي هذا السعر القيمة الإسمية له.
- عند تصفية الشركة المصدرة فإن حملة السندات يستوفون كل حقوقهم قبل حملة الأسهم، حيث يحصل حملة السندات على الفوائد قبل دفع توزيعات الملاك.<sup>2</sup>
- ليس لأصحاب السندات الحق في إدارة الشركة التي أصدرتها، وإن كان إصدار السندات قد يلزم هذه الشركة بمراعاة بعض النصوص والقواعد المعينة حول الحقوق حملة السندات في شكل عام.
- إن سند القرض غير قابل للتجزئة وهو يشبه السهم في ذلك كما أنه قابل للتداول مثل السهم أيضا وتتوقف طريقة تداوله على شكله، فإن كان إسميا فتداوله يكون بقيد التصرف في سجلات الشركة وإن كان لحامله فالمناولة اليدوية أي بالتسليم وإن كان لأمر فبالتنظيف.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jeremy Morvan, marches et instrument financiers, Dunod, Paris, 2009, page 80.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، 2005، ص 40.

<sup>3</sup> محمد يوسف ياسين، مرجع سابق الذكر، ص 79.



يلاحظ أن السندات تشترك مع الأسهم في خصائص عديدة بوصفها من المنقولات المعنوية التي تسمى بالقيم المنقولة أو الأوراق المالية، كما أن الحقوق التي تترتب على إستعمال السندات أو الأسهم من قبل المالك تندمج في الصك أو الوثيقة التي تثبتها بالإضافة إلى ذلك فإن السندات والأسهم يمكن أن تكون إسمية أو للحامل، ويضاف إلى ذلك إن السندات والأسهم مخصصتان من حيث الأصل للحصول على دخل فوري، ففي السند يحصل مالكة على فائدة ثابتة سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق، أما السهم فإن العائد منه يتمثل في نصيب الأرباح وهو متغير بحسب ما تحققه الشركة من جراء نشاطها وفعاليتها الاستثمارية. وعلى الرغم من هذه الخصائص المشتركة بين السندات والأسهم فهناك إختلافات بينهما<sup>1</sup> ، ولذلك تتميز السندات من الأسهم في أوجه عدة أهمها:

- مالك السند في مركز دائن للشركة وليس له التدخل في إدارة الشركة أو حضور إجتماعات الجمعية العمومية لها، على خلاف مالك السهم الذي له الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة والمشاركة في إدارة الشركة في الترشيح أو التصويت.
- يستحق حامل السهم نصيبه من الأرباح التي تحققها الشركة متساوياً مع غيره من حملة الأسهم، وبذلك يختلف مقدار الربح حسب ما تحققه الشركة من أرباح، وقد لا تحقق الشركة أرباحاً فلا يحصل حامل السهم على شيء أو على العكس قد تمنى الشركة بخسارة أو الإفلاس وبذلك يخسر المساهم نصيبه في رأس مال الشركة، وهذا يعني أن نصيب الفرد في الأرباح عن أسهمه يعتمد على المركز المالي للشركة. أما حامل السند فهو في مركز دائن للشركة وله الحق في الفوائد المتفق عليها والمعلنة في نشرة الإصدار، ولا علاقة لحق حامل السند بما تحققه الشركة من أرباح أو خسارة، فيستحق حامل السند الفوائد حتى مع خسارة الشركة.
- عند تصفية الشركة تدفع لحملة السندات حقوقهم أولاً، وبعدها يأتي دور حملة الأسهم.
- حامل السند يسترد قيمته في الميعاد المحدد في نشرة الإصدار أو الإكتتاب، بينما حامل السهم، ومن حيث الأصل لا يحق له الحصول على قيمة أسهمه مادامت الشركة قائمة. ويعد مالك السند مقرضاً للشركة، وبالتالي هو دائن بقيمة السند الذي يمثل مقدار القرض الذي أقرضه للشركة، ويترتب على علاقة الدائنية التي تربط المقرض بالشركة أن مالك السند يحصل على فائدة ثابتة تحددها نشرة الإصدار سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق، فضلاً عن حقه في إسترداد أصل المبلغ في نهاية الأجل المحدد للسندات.
- السندات يمكن أن تصدرها الشركات المساهمة ويمكن إصدارها من قبل الدولة أو مؤسساتها العامة عندما تدعوها الحاجة إلى الإستدانة والإقتراض من الجمهور بنفس الأسلوب الذي تستخدمه الشركة المساهمة من حيث الشروط والحقوق. أما الأسهم فلا تصدر إلا من قبل شركات الأموال.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم ميلود، مرجع سابق الذكر، ص 120.



على الرغم من المميزات التي يوفرها السند لحامله كثبات العائد والأمان في استرداد المبلغ المستثمر فإن هناك مخاطر يتعرض لها حملة السندات نلخصها كما يلي :

- **مخاطر تقلب أسعار الفائدة Interest Rate Risk:** وهي المخاطر التي يتعرض لها حملة السندات والمتعلقة بهبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية (والعكس صحيح)<sup>1</sup> خصوصا في فترات التضخم، في حالة التضخم تنخفض القوى الشرائية ويصحب ذلك ارتفاعا في معدلات الفائدة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في سعر السند، والأكثر تعرضا لمخاطر تقلبات الفائدة هم حملة السندات الطويلة الأجل. يتم تعديل السعر بحث تقدم السندات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطر نفس معدل العائد.<sup>2</sup>
- **مخاطر السيولة Liquidity Risk:** تفتقد السندات لخاصية السيولة إذا كان حجم الأصدار ضئيلا أو إذا كانت درجة ملاءة الإصدار متدنية حيث يتعرض المستثمر إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد.
- **مخاطر الاستثمار Reinvestment Risk:** ونعني هنا قابلية المستثمر إعادة استثمار القيمة الإسمية والفائدة على السند بعوائد مجزية، فالأكثر تعرضا لمخاطر إعادة الاستثمار هم حملة السندات القصيرة الأجل ذات معدلات فائدة مرتفعة حيث لن يستطيعوا الحصول على نفس العائد في حالة انخفاض معدلات الفائدة.
- **مخاطر استدعاء السند Call Risk:** من المعلوم أن المستثمر يتعرض للخسارة في حالة اقتناؤه لسند يفوق سعر استدعائه من قبل المقرض وتأخذ هذه المخاطر أهمية أكثر عندما تكون الفائدة على السند أعلى من الفوائد السائدة في السوق.

### الفرع الثاني: أنواع السندات

تتميز السندات بتساوي قيمتها الإسمية وعدم قابليتها للتجزئة وقابليتها للتداول، فضلا عن أنها تمثل ديناً للمقرضين على الشركة، أما بالنسبة لأنواع السندات، فإن التشريعات المقارنة تعرف أنواعا مختلفة منها، فمنها السندات الإسمية أو العادية والسندات ذات النصيب والسندات المضمونة والسندات القابلة للتحويل إلى الأسهم وغيرها، وأساس التقسيم في هذه السندات هو الضمانات أو الإمتيازات المرتبطة بها.

(1) **سندات حسب جهة الإصدار:** يمكن تصنيف السندات حسب جهة الإصدار إلى أنواع متعددة هي:

(أ) **السندات الحكومية (أو سندات الخزينة المركزية):** والتي هي وثائق الدين العام طويلة الأجل تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة. وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات

<sup>1</sup> Paul-Jacques Lehmann, economie des marches financiers, Boeck, 1 ere edition, Bruxelles, 2011, page 46.

<sup>2</sup> Pascal Alphonse et autres, gestion de portefeuille et marches financiers, 2 eme edition, PEARSPON, Paris, 2013, page 55.

العامّة التقليديّة (الرسوم والضرائب) وتفضل السلطات الماليّة الاعتماد على القروض العامّة بدلاً من الإصدار الجديد لتمويل هذا العجز. وتنقسم القروض العامّة بين نوعين رئيسيين وهما:

- القروض الإجبارية التي تفرض على شرائح دخلية معينة في ظل صعوبات ماليّة غير اعتيادية والقروض الاختيارية (المحلية والخارجية) والتي تعتمد في تصريف سنداتهما على ميزات الأمان والاعتبارات الضريبية، خاصة وأنها مضمونة من قبل الحكومة وسلطاتها الماليّة المركزيّة ومدعومة بتسهيلاتهما الإداريّة المختلفة هذا فضلاً عن دور أسعار الفائدة في عملية تحفيز المستثمرين، وتعتبر البنوك التجاريّة من أكبر المشترين لهذه السندات كما وأن السماح بتداول هذه الأداة الاستثمارية في الأسواق الماليّة يوفر المجال لتحويلها إلى السيولة النقديّة متى شاء المستثمر.<sup>1</sup>

- السندات الحكوميّة الصادرة مقابل ضمانات مادية أو ما يعرف برهون والتي غالباً ما تكون عقارات، وذلك على القروض التي تدفع إلى الأسر أو المنشآت لبناء أو لشراء المساكن أو الأراضي أو الموجودات الحقيقيّة الأخرى.

كما تتميز السندات الحكوميّة بمجموعة من المزايا تجعلها محل اهتمام المستثمرين بالمقارنة مع السندات الأخرى نلخصها فيما يلي:

- تتمتع السندات الحكوميّة بدرجة أمان عالية مقارنة بالسندات الأخرى وذلك بالنسبة للمستثمر، بمعنى أن المخاطر المرافقة للاستثمار بالسندات الحكوميّة تكون منخفضة لأن هذه السندات تضمنها الحكومة ومؤسساتها في تحصيل الإيرادات الحكوميّة كالضرائب.

- وأخذاً بخاصية السندات الحكوميّة الموضحة أعلاه فإن هذا النوع من السندات يعتبر أكثر سيولة من السندات الصادرة من القطاع الخاص.

- أن فوائد السندات الحكوميّة تعفي من ضريبة الدخل، وهذه الميزة الجذابة للمستثمر هي التي تجعل هذه السندات تطرح في أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي.

(ب) **سندات الهيئة المحليّة والمؤسسات أو الدوائر الرسميّة:** والتي تصدر عادة لأغراض استشارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتيّة وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكوميّة المركزيّة السابقة الطويلة الأجل وتتم غالباً بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسميّة والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها.

(ج) **سندات الشركات المساهمة:** والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنوية وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكوميّة فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزيّة أو المصالح الإقليمية.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق الماليّة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003، ص 111-112.

(د) **سندات المؤسسات أو الشركات العالمية كالبنك الدولي:** وهي سندات تصدرها الهيئات الدولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير، فالأموال المقترضة عن طريق الاكتتابات بهذه السندات تستخدمها هذه الهيئات في تمويل مشاريعها. وتعتبر نوعية هذه السندات من الدرجة الأولى، واستكمالاً للصورة فهناك سندات تعرف بالسندات الدولية Eurobond، وهي السندات التي تصدر في بلد ولكن بعملة مغايرة لعملة ذلك البلد، وتوصف السندات الدولية بأن معظمها من النوع القابل للاستدعاء، ويندر قابليتها للتحويل وأن آجالها يتراوح بين 10 و 15 سنة، وغالباً ما يكون إصدارها مقرون بشرط خيار العملة Currency Option بمعنى أن حامل هذه السندات له الحق فاختيار العملة التي يحصل بها قيمة السند الإسمي وفوائده.<sup>1</sup>

(2) **تقسيم السندات باعتبار شكل الإصدار:** تنقسم السندات باعتبار شكل الإصدار إلى قسمين:

(أ) **السند لحامله:** هو السند الذي يصدر خالياً من إسم المستثمر فتنتقل ملكية السند بطريق الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين وعند حلول الاستحقاق يكون لحامله الحق في استلام قيمته الإسمية من البنك مباشرة.

(ب) **السند الإسمي:** هو السند الذي يحمل إسم صاحبه ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة التي أصدرتها وهذه السندات يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي وفائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل في هذه الحالة على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ في شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.<sup>2</sup>

(3) **تصنيف السندات حسب درجة الضمان:** حيث يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من السندات وهي:

(أ) **سندات مضمونة برهن خاص على أصول معينة:** مما يرتب أولوية لأصحاب تلك السندات في استرداد سنداتهم من بيع تلك الأصول المرهونة لصالحهم، وقد يقع الرهن على ممتلكات الشركة المنقولة كما قد تقع على ممتلكاتها العقارية وهو يسمى في الحالة الأولى رهن منقول وفي الأخرى رهن عقاري، لتأمين مصالح المستثمرين في سنداتهما، ويتمثل دور أمين الاستثمار في التصديق على سلامة موقف الشركة المقترضة، بالإضافة إلى تعهده بأن يحصل على ضمانات مقابلة من الشركة وأن يحصل منها على مبالغ دورية لدفع الفوائد وتجميع مبلغ كافي لرد السندات في تاريخ استحقاقها. وفي ظل سندات الضمان المقابل تقدم الشركة المصدرة للسندات أصولاً كافية لتأمين الاستثمار، مثل استثمارات في أوراق مالية لشركات أخرى للإحتفاظ بها كنوع من الضمان، بعبارة أخرى إذا ما خالفت الشركة المصدرة أي شرط من شروط العقد يحق للوصي أو الضامن فرض سيطرته على الأصول الضامنة للسندات، أو اتخاذ أي إجراءات قانونية لصالح حملة السندات.

<sup>1</sup> حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا ارشيد، مرجع سابق الذكر، ص-ص: 84-85.

<sup>2</sup> صالح محمد جابر، الاستثمار بالسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية- دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2005، ص 83.

(ب) **سندات غير مضمونة أو بدون رهن:** هي سندات لا تتمتع بأي ضمان إضافي سوى الضمان العام الذي يتمتع به الدائنين والمركز الائتماني العام للشركة وفي ظل ذلك النوع من السندات لا تحتاج الشركات إلى أي نوع أو الكفالة لإصدار سنداتها، حيث أن الضمان هو المقدر العامة والسمعة الطيبة للشركة.

(ج) **سندات مضمونة بواسطة هيئة خارجية:** هي سندات تضمنها هيئة خارجية على الشركة سواء إئتمانية أو حكومية للوفاء بالتزاماتها سواء قيمة السندات أو الفوائد الدورية المستحقة لتلك السندات. ومن العوامل الأخرى التي يمكن أن تساعد على جذب المستثمرين في الحصول على سندات منح العديد من الشركات أحيانا ميزة تحويل السندات ويطلق عليها السندات القابلة للتحويل، وهي تلك التي يمكن أن يتم مبادلتها بأسهم رأس المال وفقا لرغبة حامل السند.

#### 4) تصنيف السندات حسب الشروط الخاصة بالتحويل والاستدعاء:

(أ) **السندات القابلة للتحويل:** هي السندات التي يمكن استبدالها في تاريخ معين بأوراق مالية أخرى تصدرها الشركة، وذلك تبعا لرغبة المستثمر ومالك السند أو حامله وذلك بناء على شروط استبدال محددة.

(ب) **السندات القابلة للإستدعاء:** هي السندات التي يمكن للشركة المصدرة استدعائها لرد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها، وعادة ما يشترط في تلك الحالة سداد مبلغا إضافيا لحامل السند الذي يتم استدعاؤه ويسمى علاوة الاستدعاء، بالإضافة إلى قيمة السند الواجب سدادها.<sup>1</sup>

#### الفرع الثالث: تقييم السندات

إن عملية تقييم السندات تقوم أساسا على تقييم مصادر التدفقات النقدية التي تدرها هذه السندات سواء الفوائد السنوية أو النصف سنوية الثابتة التي تحسب كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند أو عن طريق استرداد المبلغ محل الدين الذي يتمثل في القيمة الإسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق، فالمشكلة ليست في تقييم القيمة الإسمية للسند، وإنما في تقييم عائد السند<sup>2</sup>، لأجل هذا سوف نتعرض لثلاثة نماذج رياضية للتقييم.

#### 1) نموذج الفوائد السنوية:

إذا توفر لدينا مقدار الفائدة السنوية (C) التي تدفع لحامل السند المعني، القيمة الإسمية (MV) تاريخ الاستحقاق معبرا عنه بعدد السنوات (n) وسعر الفائدة السنوي السائد في السوق (K) فإن قيمة السند في اللحظة (t) هي:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k)^t} + \frac{MV}{(1+k)^n}$$

<sup>1</sup> أمين السيد، أحمد لطفي، المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 132 - 133.

<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص 150.

من المعادلة السابقة يمكن ملاحظة أن قيمة السند تتكون من القيم الحالية للفوائد السنوية ممثلة بالحد الأول في المعادلة، مضافا إليها القيمة الحالية لمقدار الاستثمار الأولي ممثلة بالحد الثاني.<sup>1</sup>

### (2) نموذج الفوائد نصف السنوية:

كثير من السندات تتميز بتوزيع نصف سنوي للفوائد على حملتها، في هذه الحالة يأخذ النموذج السابق الشكل التالي:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C/2}{(1+K/2)^t} + \frac{MV}{(1+k/2)^{2n}}$$

ذلك على اعتبار أن دفع الفوائد كل ستة أشهر يجعل عدد مرات حصول الجملة على الفوائد هو ضعف عدد السنين، وأن مبلغ الفائدة هو نصف المبلغ السنوي والمعدل المستعمل في الخصم هو نصف ذلك المعدل المسجل في السوق، وتبقى معاني الرموز هي قريبة من قيمته باستعمال المعادلة السابقة.

### (3) نموذج السندات غير قابلة للتسديد:

تتميز هذه السندات بعدم قابليتها للتسديد، حيث تبقى مبالغ الفوائد السنوية التي تدفع لجملة تلك السندات مستمرة للأبد  $n \rightarrow \infty$  أما المبلغ الأصلي فلا يسترد، أي لا يوجد هناك تاريخ استحقاق وبذلك يصبح النموذج السابق كما يلي:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+k)^t} + \frac{C}{k}$$

هذا يعني أن الحد الثاني في النموذج والذي يمثل المبلغ الأصلي المسترد أصبح يساوي صفرا، كما أن العبارة كلها أي مجمل القيم الحالية للفوائد المحصل عليها خلال الفترة الطويلة جدا للقروض أصبحت عبارة عن حاصل قسمة مبلغ الفائدة السنوي على معدل الخصم السائد، تظهر هذه النتيجة أهمية سعر الخصم في تقييم السندات بصفة عامة وتقييم السندات غير المستردة بصفة خاصة، وتجب الإشارة إلى أن قيمة السند لأي لحظة مقارنة بقيمته الإسمية تتوقف على الفرق بين سعر الفائدة الممنوح للحملة والسعر السائد في السوق، هذا مع توفر تاريخ استحقاقه، وهنا نستطيع تسجيل ثلاثة حالات:

- عندما يكون سعر الفائدة الممنوح مقابل الاستثمار أكبر من السعر السائد في السوق، يقيم السند بأعلى من قيمته الإسمية، حيث يسعى المستثمرون للتوظيف في الأدوات المالية الأكثر مردودية من تلك المتوفرة في السوق، أثناء لحظة تقييم السند المعني ويقال عندئذ بأن السند قد بيع بعلاوة.
- عندما يكون العكس، أي السعر السائد في السوق أكبر من سعر الفائدة للسند المعني، عندئذ يقيم هذا الأخير بأقل من قيمته الإسمية وذلك لقلة الطلب عليه مما يجعل قيمته تنخفض لأنه يدر أرباحا أقل مما لو اشترى المستثمر أي أداة من الأدوات المالية المتوفرة في السوق أثناء التقييم، عندئذ يقال أن السند قد بيع بخصم.

- أخيرا عندما يتساوى السعران، عندئذ يقيم السند بقيمته الإسمية ويقال أنه بيع بالقيمة الإسمية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جبار محفوظ: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر الجزائر، 2002، ص 71-72.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق الذكر، ص 74.

**المطلب الثالث: أوراق مالية أخرى**

توجد أوراق مالية أخرى بجانب الأسهم والسندات تكون محلا للتعامل في بورصة الأوراق المالية، وذلك مثل المشتقات المالية، حصص التأسيس بالإضافة إلى وثائق الاستثمار.

**الفرع الأول: المشتقات المالية**

تعد مخاطر السوق من بين أهم المخاطر التي تتعرض لها الأسواق المالية، والمتمثلة أساسا في تقلبات الأسعار بما فيها أسعار الصرف، أسعار الفائدة والتسعير، هذه المخاطر والتي ازداد حجمها بحيث أصبحت مهددة لاستقرار الاقتصاديات العالمية والمحلية، وفي ظل هذه التطورات وجدت البنوك التجارية نفسها في حاجة ماسة إلى أدوات وآليات مالية جديدة لإدارة المخاطر، فما كان بالأمس يمثل حولا لمشاكل التمويل والتحوط ضد المخاطر وإدارتها لم يعد ملائما لظروف العصر، وهذا استدعى بروز مفهوم الهندسة المالية، كآلية تهدف إلى توفير حلول إبداعية تساعد على جعل الأسواق أكثر كفاءة واستقرارا، بتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها وأبرزها إدارة المخاطر، وذلك باستحداث وابتكار آليات وأدوات مالية حديثة قادرة على استيعاب التغيرات والتقلبات المستمرة في تلك الأسواق المالية، وفي هذا الصدد تبرز المشتقات المالية كأهم هذه المنتجات استخداما في إدارة المخاطر بشكل عام وفي تغطية مخاطر السوق بشكل خاص<sup>1</sup>.

**أولا - تعريف المشتقات المالية:**

عرف بنك التسويات الدولية المشتقات المالية على أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين مبني على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري.

كما تعرف المشتقات المالية بأنها " أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية، أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع". ويمكن تعريفها أيضا " هي مجموعة الأصول المالية التي تقدم عن طريق عقد أجل سواء كان عقد شراء أو عقد بيع لكمية معينة من الأصول المالية في تاريخ محدد وبسعر محدد عند بداية الاتفاق". ويرى الباحثون أن المشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها اسمها، فإن قيمتها السوقية تشتق أو تتوقف على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في سوق حاضر، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية وسعر العقد المستقبلي لشراء مادة معينة يتوقف على سعر هذه المادة في السوق الحاضر الذي يتداول فيه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> قايدى خميسي و لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق -حالة الدول الصناعية العشر - المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 02، 2015، ص 26.

<sup>2</sup> على عبد الغني اللايد و طلال المزبد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على شركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 03، جوان 2015، ص 45-46.

من خلال هذه التعاريف يمكن أن نستخلص أن الأدوات المالية المشتقة لها هدف رئيسي هو ضمان التسيير الأمثل للمخاطر، وتحويل هذه المخاطر لمختصين للسير الحسن بالإضافة إلى ضمان التوازن نظرا للجو الذي كان سائد في سنوات السبعينيات والتي تمثلت في إفلاس بنوك والأزمات المالية كما لا يقتصر استعمال هذه الأدوات إلا للتغطية أو للتحوط أي للتقليل من المخاطر.

يمكن تصنيف المتعاملين في عقود المشتقات المالية إلى فئتين:<sup>1</sup>

الفئة الأولى: وتمثل المستخدمين النهائيين لغرض التحوط والمضاربة وتكوين المراكز المالية، كالمصارف وشركات التأمين وبيوت الأوراق المالية وصناديق الاستثمار وصناديق التقاعد وذلك على النحو التالي:

- المتحوطون ويهتمون بتخفيض المخاطر من خلال تحسين درجة التأكد.
- المضاربون الذين يراهنون على حركة الأسعار المستقبلية للمشتقات المالية لتحقيق المكاسب،
- المراجحوون الذين يستفيدون من فروقات الأسعار لتحقيق أرباح عديمة المخاطر وذلك بالشراء من الأسواق منخفضة الأسعار والبيع في نفس الوقت في أسواق مرتفعة الأسعار.

الفئة الثانية: وتمثل الوسطاء لتلبية احتياجات المستخدمين النهائيين للمشتقات مقابل جني الإيرادات على شكل رسوم وعمولات وهوامش من عروض البيع والشراء.

### ثانيا: أنواع المشتقات المالية

تستخدم المشتقات المالية للعديد من الأغراض منها إدارة المخاطر والتحوط، بالإضافة إلى المضاربة، وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وأجالها (أسهم، سندات، عمولات أجنبية ومواد أولية)<sup>2</sup>، والمشتقات المالية هي أدوات في قائمة المركز المالي، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا إنها لا يترتب عليها أي تدفق نقدي مبدئي أو أنها في الأغلب تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا يتمثل في الهامش المبدئي للربح ولذلك فإن البعض يطلق على المشتقات المالية مصطلح الاستثمارات الصفرية. فالمشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة أي تشتق من أصل آخر موجود، وهي تنقسم إلى الأنواع التالية:

#### 1- العقود المستقبلية:

العقد المستقبلي هو عبارة عن اتفاق منمط أو موحد قابل للتحويل ينص على التسليم المؤجل لمستوى أو مرتبة أو كمية محددة من سلعة معينة في نطاق منطقة جغرافية محددة أو لأداة مالية ما مقابل قيمتها النقدية ويتحدد سعر العملية الذي سيتم به هذا التبادل عند تاريخ استحقاق العقد. بصيغة أخرى، هو استراتيجية تحوط تتكون من التزام راسخ ونهائي بتسليم أو استلام، في تاريخ استحقاق معين، كمية معينة من السلع أو العملات أو الأوراق المالية بسعر محدد أثناء التفاوض على العقد.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الستار عبد الجبار عيدان الكبيسي، المشتقات المالية في إطار معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية الحالية، مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 01، 2010، ص 247.

<sup>2</sup> Hutin Herve, toute la finance, 4 eme edition, EYROLLES, Paris, 2010, page 650.

<sup>3</sup> Emmanuel Nyahoho, finance internationales : theorie, politique et pratique, PRESSES DE L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC, 2002, page 221.



يعني تداول العقود المستقبلية فقط أن كلاً من المشتريين والبائعين قد قدموا التزامات ولذلك فالشراء والبيع ليس له نفس المعنى الخاص بمعاملات الأسهم والسندات، ورغم أن هذه الالتزامات ملزمة لأي عقود عمليات مستقبلية تعتبر عقود قانونية، إلا أن بإمكان المشتري أو البائع أن يلغي الالتزام ببساطة عن طريق اتخاذ مركز عكسي في نفس السلعة أو الأداة المالية في نفس شهر العمليات المستقبلية (أي يأخذ وضع المشتري إذا كان في الأصل بائع أو العكس) وعقود العمليات المستقبلية ليست أوراقاً مالية ولا تنظمها لجنة الأوراق المالية (SEC) بل تتولى ذلك لجنة تداول العمليات السلعية المستقبلية (CFTC) وهي وكالة فيدرالية منظمة مسؤولة عن تنظيم التداول في كافة أسواق العمليات المستقبلية الحية، وبالإضافة إلى ذلك يوجد بكل بورصة عمليات مستقبلية هيئة إشرافية لمراقبة والإشراف على أعضائها.<sup>1</sup> كما يعرف بأنه التزام نمطي إما للبيع أو لشراء أصل معين بسعر محدد وبتاريخ مستقبلي محدد أي أن يتم التنفيذ في المستقبل والعنصر الأساسي في هذا العهد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليهما عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل، كما يمكن تعريفه أيضاً "يمثل العقد المستقبلي اتفاقاً قانونياً ملزماً بين طرفين هما البائع والمشتري يتعهد فيه البائع بتسليم موضوع التعاقد بالسعر المحدد وفي تاريخ المتفق عليه". وتتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:<sup>2</sup>

- إن للعقود المستقبلية شروطاً نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية .
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفاً العقد بعضهما البعض.
- توفر سوق الأوراق المالية الغرفة المقاصة التي تعطي كل منها ضماناً بأن العقد سينفذ.
- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة.
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب ايداع كل طرفين مبلغ يعرف بالهامش الضمان أو الهامش المبدئي وذلك لضمان العقد.
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية.
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
- معرفة جميع أطراف السوق لهذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

## 2- عقود الخيارات:

هو اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري حق الخيار والآخر بالبيع ويسمي محرر الخيار، وبموجب هذا الاتفاق يكون للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب دون التزام عليه) من الطرف الآخر (المحرر)، أو أن يبيع (إذا ما رغب دون التزام عليه) للطرف الآخر (المحرر)، أصلاً معينا أو أداة مالية

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية مفاهيم وإدارة مخاطر ومحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 131.

<sup>2</sup> بن اعمر بن حساين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013، ص-ص: 31-32.

معينة بسعر معين ومحدد في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم مشتري حق الخيار بدفع علاوة أو مكافأة للطرف الآخر البائع (المحرر) لقاء التزامه بالتنفيذ في حالة ما إذا رأى المشتري ممارسة حق الخيار.

بالتالي هي عبارة عن عقود مالية، غير ملزمة لحاملها، وملزمة لمصدرها، حيث أنها تتيح الخيار لحاملها في تنفيذ العقد من عدمه، بينما تكون ملزمة للطرف الذي أصدرها، ونميز بين نوعين مختلفين من الخيارات، الأول وهو خيار الشراء، والذي يعطي الحق لحامله، في شراء الأصل، مقابل عمولة محددة تدفع للطرف المصدر للخيار، والذي يكون مجبرا على بيع الأصل، إذا أراد حامل الخيار ذلك، والنوع الثاني هو خيار البيع، والذي يعطي الحق لحامله في بيع الأصل، ويكون مصدر الخيار مجبرا على شراء الأصل.<sup>1</sup> ومن حيث تنفيذ الخيار، يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين هما :

**الخيار الأمريكي :** في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر منتفق عليه كما يمكنه من تنفيذ هذا العقد خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لإنتهائه. ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من قبل مشتري الحق.

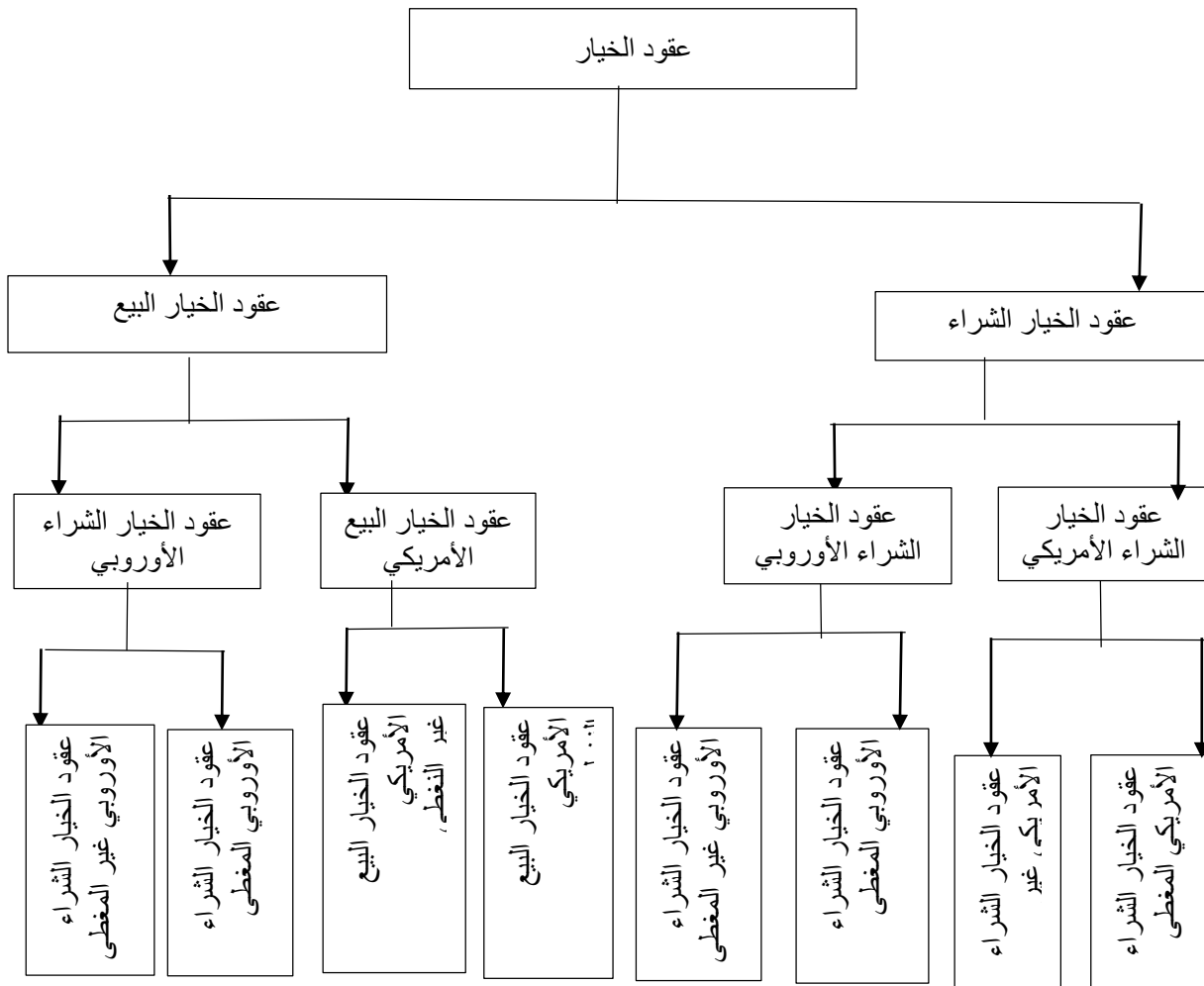
**الخيار الأوروبي :** هو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد سلفا. ويمتاز هذا النوع بإنخفاض قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الحق لأنه لا يعطي للمشتري الحق فترة زمنية مرنة كالخيارات الأمريكية.<sup>2</sup>

والشكل الموالي يبين أهم أنواع عقود الخيارات التي يتم تداولها في الأسواق:

<sup>1</sup> مقدم عبد الاله وقدال زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 5 العدد 10، 2019، ص 169.

<sup>2</sup> نور الدين بومدين و مداني أحمد، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة شلف، 2012، ص 04.

## الشكل رقم (06) : أنواع عقود الخيارات



المرجع: عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 120.

## 3- العقود المقايضة أو المبادلات (Swaps):

تعتبر عقود المقايضة إحدى أدوات المشتقات المالية وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات وتعرف بأنها "التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد"<sup>1</sup>. وتحدد عقود المقايضة طبيعة الأصل وقيمة المدفوعات و السعر الأجل المقايضة العملة المتفق عليها وفترة العقد،<sup>2</sup> تاريخياً، كانت أول مقايضات دخلت في أوائل الثمانينيات هي مقايضات العملات، غير إن بساطة الآلية المالية بالإضافة إلى حقيقة أن مخاطر الطرف المقابل تقتصر على تدفق الفائدة ولا تتعلق بالقيمة الاسمية لتفسر النجاح الهائل لمقايضات أسعار الفائدة.<sup>3</sup> وقد تكون عقود المبادلات على وفق الأشكال الآتية:

<sup>1</sup> Pascal Barneto et Pierre Gruson, instrument financiers et IFRS, Dunod, Paris, 2007, page 126.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية، 2016، ص 409.

<sup>3</sup> Nicole El Karoui, Couverture des risques dans les marches financiers, Ecole Polytechnique, Palaiseau Cedex, 2003, page 183.

**1-3 مبادلات الفانيليا السادة (Plam Vanilla Swaps):** تعتبر مبادلات الفانيليا السادة (Plam Vanilla Swaps) أو (Vanilla Swaps) أكثر أنواع عقود المبادلات شيوعاً وتتطوي على تحديد عدة نقاط هي:

- تحديد أسعار التبادل التي يتم التعامل بها (تحدد كنسبة من الأصل المتعاقد عليه).
- تحديد ما إذا كانت هذه الأسعار ثابتة أو معومة.
- تحديد القيمة الإسمية للأصل المتعاقد عليه والذي ستحتسب على أساسه سلسلة الدفعات.
- مدة العقد وتواريخ سداد الدفعات.

وفيما يلي سنذكر أهم أنواع عقود المبادلات الفانيليا السادة:

**(أ) المبادلات على أسعار الفائدة (Plain vanilla interest rates):** تعرف عقود المبادلات على أسعار الفائدة وفق الفانيليا السادة بأنها اتفاق بين طرفين يتخذ على أساسه أحد الأطراف مركزاً مبدئياً ويوافق على مبادلة أسعار الفائدة الثابتة مقابل إستلامه أسعار فائدة عائمة أو معومة، في حين يتخذ الطرف المقابل مركزاً مبدئياً ويوافق على مبادلة أسعار الفائدة العائمة مقابل حصوله على أسعار الفائدة الثابتة. ويتم تحديد تواريخ لهذه المبادلات وقيمة هذه الدفعات إضافة إلى الأصل الذي سيتم على أساسه احتساب الدفعات في نص العقد.

**(ب) المبادلات على أسعار العملات Currency Swaps:** تعني الاتفاق بين طرفين يتضمن عملية شراء وبيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بسعر الصرف الفوري بين العملتين، وعملية بيع و شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقاً بين العملتين وتعتمد مبادلة العملات على التنبؤات المستقبلية للفروق في معدلات الفائدة وأسعار الصرف بين العملتين محل التعاقد وتتمثل عملية المقايضة بين العملتين في شراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري لكل منهما وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المقايضة (المبادلة) - السعر الآجل - والذي يتم تحديده وفق الأسعار السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العمليتين وتكون هذه الأسعار هي أسعار الفائدة السائدة في ذلك العقد.<sup>1</sup> ويمكن تعريف هذه العقود بأنها اتفاق على مبادلة سلسلة من الدفعات المحتسبة على أساس عملتين مختلفتين. وتلجأ الشركات عادة لهذه العقود بغية الحصول على رأسمال أو مبلغ مالي بعملة مختلفة عن عملة دولتها وبالوقت نفسه أن تحصل على دفعات بعملتها الخاصة، بما يمكنها من تخفيض المخاطر الناتجة عن تقلبات أسعار العملات عند اقترانها بعملة أخرى.

**(ج) عقود المبادلات على البضائع (Commodity Swaps):** في الأنواع السابقة من العقود كان الأصل المتعاقد عليه هو مبلغ مالي أو أداة مالية، أما في هذا النوع من العقود يكون الأصل المتعاقد عليه بضاعة أو سلعة. وتعتبر من أهم أنواع عقود المبادلات إلا أنها لم تتغلب من حيث الأهمية

<sup>1</sup> Aime Scannavino, les marches financiers internationaux, Dunod, Paris, 1999, page 62.

والتداول على مبادلات أسعار الفائدة. ووفقاً لهذا العقد يقبل أحد الأطراف بدفع سعر ثابت على سلعة معينة في حين أن الطرف الآخر يوافق على دفع سعر متغير وعلى نفس السلعة، وبشكل عام لا يتم تبادل هذه السلعة إنما فقط الدفعات المحسوبة على أساسها.

(د) **المبادلات على أسعار الأسهم (Equity Swaps):** يتم وفق هذا النوع التعاقد على أسهم محددة تمثل الأصل المتعاقد عليه (underlying notional principal) بحيث يقبل أحد الأطراف دفع سعر فائدة ثابت على الأصل مقابل أن يدفع الآخر سعر فائدة متغير وهنا لا يتحدد سعر الفائدة على أساس LIBOR وإنما على أساس سعر السهم في الأسواق المالية أو على أساس قيمة المؤشر، وهذا ما قد يجعل قيمة الدفعات المتبادلة موجبة أو سالبة. وتعرف أيضاً على أنها اتفاق على تبادل تدفقات نقدية مرتبطة بشكل أساسي بعائد مؤشر أسهم ما في السوق، مقابل الحصول على دفعات ثابتة أو معومة من سعر الفائدة.

(هـ) **مبادلات الائتمان (Credit Swaps):** تقوم مبادلات الائتمان على مبادلة مخاطر الائتمان من طرف الآخر، والمردود منها يتوقف بشكل رئيسي على الخصائص الائتمانية للأصل المتعاقد عليه والذي يدعى المرجع الائتماني (reference credit)، وتمكن هذه العقود المؤسسات المالية أو الشركات من إدارة مخاطر الائتمان. وعلى الرغم من أهميتها في تبادل الخطر الائتماني تعتبر سوق مبادلات الائتمان صغيرة إذا ما قورنت بأسواق المبادلات الأخرى.

### 3-2 المبادلات المنكهة (Flavored Swaps):

تتميز هذه الأنواع من عقود المبادلات في أنها تختلف باختلاف الأصل الاقتصادي، وغالباً ما تنطوي هذه المبادلات تحت أسماء كثيرة لأن التجار يسجلونها كعلامات تجارية مملوكة لهم. وفيما يلي أهم هذه التركيبات المعيارية :

(أ) **المبادلات الموسمية Seasonal Swaps:** تعتبر نوعاً من أنواع عقود المبادلات على أسعار الفائدة، حيث تزداد وتنقص فيها قيمة الأصل المتعاقد عليه خلال عمر العقد استناداً إلى سعر الفائدة الثابت. بالإمكان أن يكون هذا العقد مفيداً جداً لإجراء العقود التي تلتقي فيها مصالح ومتطلبات تجار التجزئة.

(ب) **مبادلات استهلاك الدين Amorting Swaps:** في هذا النوع من العقود تتناقص قيمة الأصل المتعاقد عليه تدريجياً. حيث يقل أصل الدين وفق ما هو مقرر مسبقاً في نص العقد، مما يفرض تناقصاً في الدفعات الدورية خلال عمر العقد سواء كانت هذه الدفعات ثابتة القيمة أو متغيرة، كما قد يتم تصميم العقد بما يتوافق مع الجدول الاستهلاكي الزمني لقرض ما.

(ج) **مبادلات آجلة Forward Swaps:** وفيه يتفق الطرفان على أن تبدأ عملية تبادل التدفقات النقدية في تاريخ مستقبلي، وقد يتم التعاقد على أصل سلعي أو عملة أو أسهم. كأن يتفق الطرفان على تبادل سعر الفائدة المعوم مقابل سعر الفائدة الثابتة وأن ينص العقد على بدء عملية التبادل بعد سنتين من توقيع العقد ولمدة خمس سنوات من بدئه.

(د) مبادلات الأصل المرجعي **Basis Swaps**: تشبه عقود المبادلات على أسعار الفائدة البسيطة. ويختلف عنها في كون الطرفين يوافقان على تبادل الدفعات المحتسبة على أساس سعر الفائدة المتغيرة لكن على أصليين مختلفين.<sup>1</sup>

من المهم أن ندرك أنه يمكن دمج جميع المقايضات وفقاً لمنطق واحد. لنفترض أننا أضفنا إلى هذا الأصل عقدًا آخر وشكلنا سلة، لكن لنفترض أننا اخترنا هذا الأصل بحيث تكون مخاطر السوق، أو التقلبات المرتبطة به صفرًا تمامًا، عندئذ يكون قلب (أو مخاطر) السلة مطابقًا لقلب (أو مخاطر) الأصل الأصلي. ومع ذلك، فإن إضافة هذا "الصفر" يمكن أن يغير الخصائص الأخرى للأصل ويجعل المحفظة بأكملها أكثر سيولة وعملية ومفيدة للتحوط والتسعير ولأسباب الإدارية. هذا ما يحدث عندما تنتقل من الأوراق المالية "النقدية" الأصلية إلى المقايضات، نحن نأخذ ورقة مالية ونزيدها بأصل "صفر قلب" وبالتالي هذه هي استراتيجية المبادلة.<sup>2</sup>

#### 4 - العقود الآجلة (Forward and Futures Contract)

التي تتم بين البائع والمشتري ويتعهد فيها البائع بتسليم المشتري مستقبلاً أصلاً مالياً معيناً بكميات معينة بسعر معين في تاريخ معين، وتظم في بورصة للعقود لضمان جدية التنفيذ وبالتالي تخفيض المخاطر المترتبة عليها بالمقارنة مع العقود الآجلة للأصول المادية التي لا تنظم في أسواق مماثلة. ومن الجدير ذكره أن الاستثمار في المشتقات يحتاج لمعلومات أكثر تفصيلاً ووعي استثماري أكثر عمقاً مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى، وذلك لكون الخوض في غمار هذا الباب من الاستثمار يرقى إلى مستوى المضاربة، وهو بالتالي محفوف بالعديد من المخاطر والمفاجآت التي لا تحمد عقباها.

#### 5-الكفالات (Warrants):

وهي نفس الاختيارات لكنها تصدر عن الشركة المصدرة للأسهم العادية وليس عن المستثمرين كما هو عليه الحال في الاختيارات وهي تعطي لحاملها الحق في شراء عدد معين من الأسهم العادية خلال فترة زمنية معينة بسعر معين متفق عليه وتتصف بالخصائص التالية:<sup>3</sup>

- ليس لحاملها حق التصويت في الهيئة العامة.
- ليس لحاملها حق المشاركة في الأرباح الموزعة.
- ليس لحاملها حقوق على أصول الشركة.
- قد تكون طويلة الأجل نسبياً أو ليس لها تاريخ استحقاق.
- نسبة الزيادة والنقص في قيمتها السوقية تكون أكبر من نسبة الزيادة والنقص في قيمة الأسهم العادية.

<sup>1</sup> دانيا ابراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية وامكانية تطبيقها في المصارف السورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2013، ص 64.

<sup>2</sup> Salih N. Neftci, PRINCIPLES OF FINANCIAL ENGINEERING, Elsevier, 2008, page 109.

<sup>3</sup> فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008، ص 87.

## الفرع الثاني: حصص التأسيس

حصص التأسيس تعتبر إحدى الأوراق المالية التي تصدرها الشركة المساهمة، إذ قد يقوم المؤسسون بتقديم خدمات للشركة عند القيام بتأسيسها، فيتم منح هؤلاء المؤسسين نظير تلك الخدمات صكوكاً تخولهم الحق في الحصول على نصيب من الأرباح يحدده نظام الشركة، وتسمى هذه الصكوك بحصص التأسيس أو حصص الأرباح. كما لا يعتبر وصف المؤسس مرادفاً لوصف الشريك، فالمؤسس قد يكون شخصاً شارك مشاركة فعلية في تأسيس الشركة دون أن يكون شريكاً، فقد نشأت فكرة إنشاء حصص التأسيس كمكافأة أمثال هؤلاء المؤسسين ولا يخفى بأن هذه الحصص تصدر دون وجود مقابل نقدي أو عيني، وإنما لقاء جهد لذلك فهي لا تحمل قيمة إسمية، ولا تدخل في تكوين رأس المال.

## أولاً - مفهوم حصص التأسيس:

حصص التأسيس هي عبارة عن صكوك قابلة للتداول ليست لها قيمة إسمية تخول لحاملها حقاً يتمثل عادة في الحصول على جزء من أرباح الشركة وربما على نصيب من موجوداتها عند التصفية. وكما أسلفنا فإن هذه الحصة تمنح للمؤسسين تقديراً لما قدموه للشركة من خدمات أثناء فترة تأسيسها، وقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858 بمناسبة تأسيس شركة قناة السويس البحرية، حيث فكر المؤسسون عند إنشاء قناة السويس منح السلطات المصرية والفرنسية وغيرها ممن أسهموا في تقديم خدماتهم لإنشاء المشروع مكافأة لجهودهم، فقد منحوا مائة حصة تأسيس تقرر لأصحابها الحق في عشر أرباح الشركة بعد أداء نصيب للمساهمين قدره 5% من قيمة الأسهم وخصم الاستهلاكات، وقسمت هذه الحصص بعد ذلك إلى ألف حصة نظراً لارتفاع قيمتها ولتسهيل تداولها بالبورصات، وإن كانت هذه الصكوك التي تعتبر مثلها مثل الأسهم من حيث قابليتها للتداول، إلا أنه توجد بعض الفروق الجوهرية بين كل من الأسهم وحصص التأسيس وذلك من خلال النظر إلى التعريف، فإن كانت حصص التأسيس تصدر بدون قيمة إسمية ولا تشكل أي حصة في رأس مال الشركة فليس لأصحابها أي حق في إدارة الشركة، كما أنها قابلة للإلغاء في أي وقت، بعكس الأسهم التي تتمتع بأحكام أخرى تختلف إلى حد كبير عما هو مقرر بالنسبة لحصص التأسيس، وإن كان كلاهما يتفقان في كونهما يشكلان صكوكاً مالية تمثل لأصحابها حقوقاً متساوية، كحق الاطلاع على المستندات ودفاتر الشركة وكذا الحق في الطعن على قرارات الجمعية العامة التي تخالف أحكام القانون، فلقد أثير جدل شهير حول طبيعة مركز صاحب هذه الحصة إذ يرى البعض أنه مساهم من نوع خاص بينما يراه البعض الآخر بأنه دائن أو أن له حقاً من طبيعة خاصة ينفرد بها دون سائر الحقوق المترتبة على الصكوك التي تصدرها شركة المساهمة، غير أنه من الصعب مقارنة أو مطابقة مركز صاحب حصة التأسيس من مركز المساهم وهو الشريك بحصة، ولا يمكن مطابقتها مع مركز حامل سند القرض وهو الدائن للشركة بدين مؤكد تربطه مع الشركة علاقة تعاقدية، ولذلك فإن صاحب حصة التأسيس يعتبر بمثابة دائن بحق أو بدين احتمالي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هندي، حصص التأسيس والسندات التي تصدرها شركة المساهمة، مجلة الجامعة الأسمرية، العدد 16، 2009، ص- 476-475.



**ثانيا - تمييز حصص التأسيس عن السندات:**

تتشابه السندات مع حصص التأسيس إذ يعد كل منهما من القيم المنقولة التي تتجسد في صك قابل للتداول بالطرق التجارية ولا تدخلان في تكوين رأس مال الشركة، وتدران دخلا دوريا، هذا فضلا عن أن مالكي السندات وحصص التأسيس ليس لهم حق التدخل في إدارة الشركة، وعلى الرغم من أوجه التشابه فهناك إختلافات جوهرية بينهما أهمها :

1- إن حملة السندات هم في مركز الدائن للشركة لأن السندات جزء من قرض جماعي على ذمة شركة المساهمة، في حين إختلف الفقه في تحديد طبيعة مركز صاحب حصة التأسيس، فذهب رأي إلى أنه بمثابة شريك وذلك لأنه كالمساهم، أو في مركز الدائن للشركة بنصيب من الأرباح، في حين ذهب رأي آخر إلى إن حصص التأسيس ذات طبيعة خاصة ويتوسط مركز صاحب حصص التأسيس بين مركز الشريك ومركز الدائن، كما لا يعد صاحب حصص التأسيس شريكا على الرغم من حقه في قدر من الربح عند تحقيق الشركة للأرباح، فليس من حقه إدارة الشركة أو المساهمة في خسائر ما كونه لا يعد شريكا.

2- إن السندات تصدر بقيمة إسمية أما حصص التأسيس فلا توجد لها قيمة إسمية، لذلك يتم إستهلاك السندات برد قيمتها في الأجل المحددة لها في نشرة الإصدار أو نشرة الإكتتاب. أما حصص التأسيس فلا ينطبق عليها نظام الإستهلاك ويجوز للشركة إلغاء حصص التأسيس مقابل تعويض عادل. وغالبا ما يؤخذ في الإعتبار عند تحديد هذا التعويض سعر الحصة في البورصة يوم الإلغاء.

3- إن حصص التأسيس صكوك قابلة للتداول بالطرق التجارية ولا يجوز تداول حصص التأسيس قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وسائر الوثائق الملحقة بها عن سنتين كاملتين لا يقل كل منهما عن اثني عشر شهر من تاريخ تأسيس الشركة، أما السندات فلا يوجد مثل هذا القيد على تداولها. ولعل الحكمة في خضوع حصص التأسيس في تداولها للقيد أعلاه، هي حماية الجمهور حتى لا يخدعهم المؤسسون من خلال الدعاية التي ينظمونها وقت التأسيس لدفعهم إلى شراء صكوك الشركة بمبالغ تزيد كثيرا عن قيمتها الحقيقية، وفي ذلك ضياع لحقوق الناس.

**ثالثا - الطبيعة القانونية لحصص التأسيس:**

أثار تحديد الطبيعة القانونية لحصص التأسيس جدلا كبيرا بين الفقهاء، وسبب الاختلاف هو حول طبيعة مركز أصحاب هذه الحصص في الشركة. فذهب البعض إلى أن أصحاب حصة التأسيس يعتبر شريكا، لأنه يشترك شأنه في ذلك شأن المساهمين في أرباح الشركة، هذا فضلا عن اشتراكه في الأرباح يكون في مقابل خدمته للشركة عند تأسيسها، ويرى البعض في صاحب حصة التأسيس دائنا للشركة بحق يتمثل في الحصول على نصيب من الأرباح، لأنه لا يقدم حصة تدخل في تركيب رأس المال، فضلا عن منعه من التدخل في إدارة الشركة.

رجح الأستاذ محمد فريد العريني أن صاحب حصة التأسيس لا يعتبر شريكا، بل هو في مركز الدائن، واستدل بجملة من الحجج المنطقية مصرحا أنه لا يمكن اعتباره شريكا، لأنه لا يشترك في تكوين رأسمال الشركة بحصة نقدية أو عينية، ولا في تحمل خسارتها، ولا شأن له بإدارتها، ولا تتوفر لديه نية

المشاركة، والتي هي من مميزات الشريك، وعليه فإن صاحب التأسيس يعتبر دائماً بحق يتمثل في الحصول على نصيب من أرباحها، نتيجة ما قدمه من خدمات، ساعدت في تأسيس هذه الشركة<sup>1</sup>، وطالما أن صاحب حصة التأسيس يعتبر بمثابة دائن للشركة، فإن العقد الذي يربطه بالشركة يعد بالنسبة إليه عملاً مدنياً، وذلك عكس المساهم الذي يعتبر في هذا العقد بالنسبة إليه من الأعمال التجارية.

### الفرع الثالث: وثائق الاستثمار

وثائق الاستثمار<sup>2</sup> هي صكوك تصدرها صناديق الاستثمار<sup>3</sup> قائمة على أساس توظيف الأموال من خلال هذه الصناديق. وتعد الوظيفة الأساسية لهذه الصناديق استثمار مدخرات المكتتبين في وثائق الاستثمار التي تصدرها ليستفيد من خدماتها جمهور الناس ممن لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية بحيث تكون لهم حصة شائعة في محفظة الصندوق، يلجأ إلى صندوق الاستثمار أيضاً أصحاب الأموال الذين تنقصهم الخبرة أو المعرفة الكافية لتكوين محفظة منتقاة من الأوراق المالية التي يجري فيها الاستثمار أو الذين ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة هذه المحفظة. وقد تعلق الأمر بموضوع وثائق الاستثمار، وجدنا من الضروري التعرض لتعريف هذه الوثائق من ناحية وبيان أهم خصائصها من ناحية أخرى كما يأتي:

#### أولاً - تعريف وثائق الاستثمار:

يعرف الفقه وثائق الاستثمار بأنها أوراق مالية تصدرها صناديق الاستثمار (مؤسسات القطاع العام أو الخاص)<sup>4</sup> مقابل الأموال التي يتلقاها الصندوق من المستثمرين، أو أنها الصكوك التي تسلمها صناديق الاستثمار مقابل المبالغ النقدية التي يودعها الراغبون في استثمار أموالهم في الأوراق المالية. كما عرفت بأنها وثائق تعاقدية إسمية أو لحاملها قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل الشركة المساهمة، مقابل أموال تتلقاها لاستثمارها في الأوراق المالية أو غيرها من مجالات الاستثمار بترخيص خاص والتي تعطي لحاملها حق المشاركة في الأرباح والخسائر وتخول لهم حقوقاً متساوية مع حقه في إسترداد قيمتها في أي وقت قبل إنقضاء مدتها طبقاً لقيمة الإصدار أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة، مع حقه في ناتج التصفية بنفس درجة ومرتبة المساهمين وبنسبة رأس مال كل منهم.

<sup>1</sup> محمد فريد العريني، القانون التجاري (الشركات التجارية، شركات الأشخاص والأموال)، دار المطبوعات الجامعية، 1994، ص 138.

<sup>2</sup> هناك فرق جوهري بين صكوك الاستثمار و وثائق الإستثمار، فصكوك الاستثمار مثلاً تصدرها شركة تلقي الأموال لإستثمارها ولا يجوز تداولها وقيداً في بورصة الأوراق المالية. ويحق لصاحب الصك الاشتراك في الأرباح والخسائر وفي ناتج التصفية قبل حملة الأسهم وبعد حملة السندات. أما وثائق الإستثمار فهي صكوك تصدرها صناديق الإستثمار ويتم قيدها وتداولها في. وبما أن صكوك الإستثمار تعتبر أوراقاً مالية ولكنها لا تقيد في البورصة وبالتالي لا يجري عليها التداول في البورصة فهي تخرج عن نطاق دراستنا.

<sup>3</sup> صناديق الإستثمار هي أحد أساليب الإستثمار الجماعية المرتبطة بسوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن وعاء لتجميع مدخرات الأفراد لإستثمارها في الأوراق المالية مع تقديم الخبرة الكافية في إدارة هذه الأوراق. وهي صناديق تتشأها البنوك أو شركات التأمين أو شركات المساهمة، وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الإستثمار، بهدف تجميع الأموال من الافراد والمؤسسات، مقابل اصدار وثائق استثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في الإستثمار في الأوراق المالية، وبما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق.

<sup>4</sup> محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، رسالة ماجستير، جامعة سعد دحلب، البلدة، 2007، ص 28.

يتضح لنا من هذه التعاريف لوثائق الاستثمار بأنها تتمحور حول المواضيع الأساسية الآتية:<sup>1</sup>

- 1- وثائق الاستثمار هي أوراق مالية؛
2. لا يمكن إصدار وثائق الاستثمار إذا لم يسبقها إنشاء لصندوق الإستثمار؛
3. ضرورة وجود طرفين طرف يتولى إنشاء الصندوق والطرف الآخر وهم المستثمرون الذين يودعون أموالهم في هذا الصندوق؛
- 4- قابلية وثائق الاستثمار للقيد والتداول في البورصة إذا كانت الصناديق التي أصدرتها إتخذت شكل شركة مساهمة في البورصة.

عموما، يهدف المشرع من إصدار هذا النوع من الصكوك إلى زيادة المعروض من الأوراق المالية المتنوعة والتي تلائم الأهداف الاستثمارية المختلفة للمستثمرين، بالإضافة إلى أنها تعد عنصرا فعالا لتنشيط البورصة، وتوفر لصغار المستثمرين أداة استثمارية من خلال مشاركة البنوك مباشرة في الاستثمار في الأوراق المالية بدلا من استثمار البنوك أموال العملاء في الأوراق المالية بصورة غير مباشرة من خلال إدارة محافظ الأوراق المالية.

#### ثانيا - خصائص وثائق الاستثمار:

1. تكون وثائق الاستثمار إسمية من حيث الأصل، ولكن إستثناء يجوز أن تصدر هذه الوثائق لحاملها.
  - 2- قابلية وثائق الاستثمار للقيد والتداول في بورصة الأوراق المالية وذلك بالنسبة للوثائق التي تصدرها الشركات المساهمة، وبالتالي يجوز لصاحب وثائق الاستثمار الصادرة عن تلك الشركات أن يتعامل فيها للحصول على قيمتها حسب أسعار التداول في البورصة. أما بالنسبة لوثائق استثمار صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين فلا يجوز قيد هذه الوثائق أو تداولها في بورصات الأوراق المالية - كما أوضحنا سابقا - ويجري إسترداد قيمتها عن طريق الصندوق ذات.
  - 3- تعطي وثائق الاستثمار للمستثمرين حقوقا متساوية ويكون لحاملها الحق في الإشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن إستثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكها من هذه الوثائق وقيمتها.
  - 4 - يتم توزيع ناتج التصفية بين مساهمي شركة الصندوق وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأس مال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في هذا التاريخ.
- تتضح مما سبق أهمية وثائق الاستثمار بوصفها أحد الأوعية الاستثمارية لتوظيف أموال المدخرين من خلال صناديق الاستثمار التي تصدر هذه الوثائق مقابل أموال المستثمرين.

<sup>1</sup> عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 150.

## المبحث الثاني: الأدوات المالية من المنظور الإسلامي

إن تطوير أدوات مالية لا تتعارض في شروطها وصيغتها مع الشريعة الإسلامية يعد الخطوة الأولى نحو إنشاء سوق مالي إسلامي، أما الخطوة الثانية فتتمثل في ضرورة إخضاع عمليات التداول بهذه الأوراق المالية لكل من القانون الإسلامي وقواعد التعامل الأخلاقي في الإسلام، حيث يتطلب الأمر إجراء تقييم من وجهة نظر الفقه الإسلامي لمختلف طرق التعامل في السوق المالي بهدف تحديد الطرق المقبولة والطرق غير المقبولة شرعاً، أما الخطوة الثالثة فهي تتمثل في ضرورة إنشاء مؤسسات مالية إسلامية تقوم بتنفيذ هذا السوق المالي<sup>1</sup>. فبعدما توسعت المؤسسات المالية الإسلامية من حيث عددها وأقسامها وعدد الدول التي تأسست فيها، حيث أسست مصارف إسلامية في عدد من الدول الإسلامية، وصناديق استثمار إسلامية وشركات تكافل (تم تأسيس هذه المؤسسات في أكثر من 51 دولة بما في ذلك الدول التي يشكل المسلمون فيها أقلية<sup>2</sup>). وقد تميزت هذه المرحلة بالانتشار المنظم للمؤسسات المالية الإسلامية، فكثر الندوات والمؤتمرات والبحوث والرسائل العلمية، وفتحت كثير من الجامعات أقسام التدريس للاقتصاد الإسلامي والمالية الإسلامية، وعلى صعيد المنتجات المالية بدأت تتنوع فلم تتوقف على الخدمات المصرفية، و عقود المداينات، فقد انضافت إليها المنتجات القائمة على المشاركة في رأس المال. لكن الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد العالمي أكدت أكثر من أي وقت مضى حاجة المالية الإسلامية الماسة إلى وقفة متأنية ومراجعة منهجية شاملة لخياراتها الاستراتيجية في المرحلة القادمة. فالتحصر على الوضع المالي العالمي، أو الاحتفاء العام بمناعة المالية الإسلامية دون الولوج إلى حقيقة هذه الأزمة وأسبابها العميقة، وحقيقة المالية الإسلامية ومدى مناعة منتجاتها من الوقوع في نفس الأزمة قد تكون له عواقب وخيمة على هذه الصناعة. والإكتفاء بخيارات جزئية تتعلق بمراجعة منتجات محددة، أو ترتيب توسعات أفقية قد لا يكون الحل الأمثل لهذا الوضع الإستثنائي. وعليه فإن الوقوف على حقيقة الوضعية الحالية للمنتجات المالية التقليدية والإسلامية وتطوراتهما بطريقة منهجية شاملة ينبغي أن يكون أولوية في الصناعة المالية<sup>3</sup>.

### المطلب الأول: حكم الأدوات المالية التقليدية

يختص هذا المطلب بتناول الجوانب الشرعية للأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال، حيث نتناول حكم إصدار الأسهم لحاملها أو لأمره، وحكم بيع الأسهم بالأجل، وتقسيم قيمتها، وكذلك لحكم إصدار الأسهم الجديدة والأسهم العينية والأسهم الممتازة وأسهم التمتع، بالإضافة إلى بيان الشركات التي يجوز تملك وتداول أسهمها، وكذلك التي لا يجوز تملك وتداول أسهمها، ولحكم الشركات التي يختلط

<sup>1</sup> حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 11، 2007، ص 177.

<sup>2</sup> Abdel-Maoula CHAAR, LA STRUCTURATION DES STRATEGIES AU SEIN DE CHAMPS EN VOIE D'INSTITUTIONNALISATION: LE CAS DES BANQUES ISLAMIQUES AU LIBAN, Thèse de doctorat, l'université Paris-Est, 2011, page 59.

<sup>3</sup> سعيد بوهراوة، المالية الإسلامية: التطورات والخيارات، يوم دراسي حول التمويل الإسلامي، جامعة الأغواط، 2010، ص 05.

فيها الحرام بالحلال. كما يختص كذلك بتناول حكم إصدار السندات بالإضافة إلى الحكم الشرعي للعقود المستقبلية والمشتقات المالية.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: حكم الأسهم

الأسهم عبارة عن أدوات مالية مستحدثة أي أنها لا ترتبط بالاقتصاد الإسلامي لذلك حاول الفقهاء ضبطها بما يتلاءم مع مبادئ القواعد الشرعية نظراً لحاجة الأفراد والاقتصاد ككل للتعامل بها، وفيما يلي سنحاول تسليط الضوء على حكم إصدار وتداول الأسهم.

#### أولاً - حكم إصدار الأسهم:

تباين رأي الفقهاء المعاصرين في هذه المسألة، فمنهم من حرم التعامل بها مطلقاً، ومنهم من أباح التعامل بها مطلقاً، ومنهم من أباحها بشرط خلوها من الربا ومن كل ما يستوجب الحرمة ومنهم من فرق بين أنواع الأسهم التي تصدرها الشركات فقال إن من الأسهم ما هو حلال ومنها ما هو حرام، ونتناول فيما يلي آراء الباحثين المعاصرين في اقتضاب لا يخل و اسهاب - إذا اقتضى الأمر ذلك - لا يمل.

#### 1. أدلة من قال بالتحريم :

- أن أسهم الشركة تمثل ثمن الشركة وقت تقديرها، ولا تمثل رأسمالها عند انشائها.
- السهم جزء لا يتجزأ من كيان الشركة وليس جزءاً من رأسمالها فهذه الأسهم بمثابة سندات بقيمة موجودات الشركة.
- ليست الأسهم موحدة القيمة في كل السنين بل تتفاوت قيمتها وتتغير، وعلى ذلك فالسهم لا يمثل رأس المال المدفوع عند تأسيس الشركة، وإنما يمثل رأس مال الشركة عند البيع، فهي كورقة النقد يهبط سعرها إذا كانت سوق الأسهم منخفضة وترتفع حين تكون مرتفعة، فالسهم بعد بدء الشركة في العمل أنسخ عن كونه رأس مال وصار ورقة مالية لها قيمة معينة.
- إن شركة الأسهم عقد باطل، لأنها تتضمن مبالغ المخلوط من رأس مال حلال، ومن ربح حرام في عقد باطل ومعاملة باطلة دون أي تمييز بين المال الأصلي والربح وبذلك صارت الأسهم مالاً حراماً لا يجوز بيعها ولا شراؤها ولا التعامل بها.

#### 2. الرأي عند من قال بالاباحة :

من الفقهاء المعاصرين الذين قالوا بالاباحة الدكتور محمد يوسف موسى والشيخ محمود شلتوت والشيخ عبدالوهاب خلاف وعلي الخفيف والدكتور غريب الجمال وآخرون. ويقول د. محمد يوسف موسى «والغالب أن الشركات تقسم رأس مالها إلى أسهم يكتب فيها من يريد، وتكون أسهمه عرضة للخسارة أو الربح تبعاً للشركة ولأرباب في جواز المساهمة في الشركات بملكية عدد من أسهمها لتوفر الشروط الشرعية فيها، ولأن لها حقها من الربح وعليها نصيبها من الخسارة، فالربح يستحق تارة بالعمل، وتارة بالمال،

<sup>1</sup> عصام أبو نصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص 107.

ولاشئ من الربا وشبهته في هذه العملية»، وقال الشيخ محمود شلتوت شيخ الأزهر سابقاً «الأسهم من الشركات التي أباحها الإسلام بإسم المضاربة، وهي التي تتبع الأسهم فيها ربح الشركة وخسارتها».

أما الدكتور غريب الجمال فقد أجاز تملك الأسهم والتعامل عليها بيعاً وشراء مالم تتعامل في محرم فقال «إصدار الأسهم وملكيته وبيعها وشرائها والتعامل بها حلال لا حرج فيه، مالم يكن عمل الشركة التي تكونت من مجموعة الأسهم مشتملاً على محظور أو كانت تتعامل بالفوائد الربوية.

قد أفتى العلامة الشيخ بدر المتولي عبد الباسط من خلال رده على من سأل عن الحكم الشرعي في شراء أسهم شركات أجنبية، إلا أنها إذا احتاجت اقترضت وإذا فاض لديها المال اقترضت بقوله:

«فإن مبدأ المشاركة في أسهم شركات صناعية وتجارية أو زراعية مبدأ مسلم به شرعاً لأنه خاضع للربح والخسارة وهو من قبيل المضاربة المشتركة التي أيدها الشارع على شرط أن تكون هذه الشركات بعيدة عن المعاملة الربوية أخذاً وعطاء، وأنه فهم من الاستفتاء أن هذه الشركات تتعامل بالربا أخذاً وعطاء وعلى هذا فإن المساهمة فيها تعتبر مساهمة في عمل ربوي.

كما أفتى فضيلة الشيخ حسن مأمون شيخ الجامع الأزهر سابقاً بأن شركات المساهمة جائزة شرعاً عند جميع الأئمة وأنه قد أفتى بها المفتون، إلا أنه يجب ألا يستعمل مالها بفائدة أو رباً أو بيع أو شراء شيء محرم في الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

نختم أقوال الفقهاء المعاصرين في جواز إنشاء الأسهم برأي الدكتور المرزوقي، نظراً لما انتهى إليه من كل وجه فضلاً عن سلامة استدلاله وقوة حجته، حيث إعتبر أن أسهم المساهم في الشركة ملك خاص له دون غيره، ومن حق المالك التصرف في ملكه بما يشاء مالم يترتب على بيعه اضرار بباقي الشركاء، ومن هذه الحقوق حقه في بيع أسهمه، لاسيما أن هذا الحق مشروط في نظام الشركات وقد جرى عليه عرف التجار، ولا يصادم نصاً من كتاب أو سنة، قال "واجيزه بناء على أن السهم هو حصة المساهم في الشركة".

أما المبيحون فمنهم من ذهب إلي جواز إنشاء الأسهم والتصرف فيها دون تمييز وهذا الاطلاق بالقطع لم يصادف الصواب، ذلك أن من الأسهم ما هو صحيح جائز لا شبهة فيه ومنها ما هو حرام لا يجوز التعامل به، كما يجوز إصدار الأسهم اللاحقة، أي بعد تأسيس الشركة.<sup>2</sup>

لذلك فإننا نذهب إلي ما ذهب إليه د. الخياط من حيث وجوب التطرق لكل نوع من أنواع الأسهم على حدة، مع التقيد بالأحكام التي انتهينا إليها بالنسبة لشركات المساهمة والتي تقوم بإصدار هذه الأسهم، وقد اثبتنا في موضع متقدم أن شركة المساهمة جائزة عند أغلب الفقهاء المعاصرين مالم تتعامل في الربا أو في المحرمات بيعاً أو شراء. و فيما يلي نتناول الحكم الشرعي في أنواع الأسهم بالتفصيل.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص 275 - 276.

<sup>2</sup> أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 56.

## الجدول رقم (01): الحكم الشرعي لمختلف أنواع الأسهم

اعتبارات التقسيم	أنواع الأسهم	الحكم الشرعي
باعتبار الشكل القانوني	أسهم اسمية	الجواز
	أسهم لحاملها	الحرمة . الجواز بشروط
	أسهم لأمر	الجواز
باعتبار الحقوق المتاحة لمالكيها	أسهم عادية	الجواز
	أسهم مؤجلة	الجواز بشروط
	امتياز نسبة ثابتة من الربح	الحرمة (ماعدا نوعا واحدا)
	امتياز أولوية التصويت	الحرمة
	امتياز أولوية الاكتتاب	الجواز
باعتبار الحصة المدفوعة	أسهم نقدية	الجواز
	أسهم عينية	الحرمة . الجواز (الراجح)
	أسهم مختلطة	الجواز
	أسهم مصوتة	الجواز
باعتبار التصويت	أسهم غير مصوتة	عدم الجواز
	أسهم غير مجانية	الجواز
باعتبار المنح وعدمه	أسهم مجانية	الجواز
	أسهم مجانية	الجواز
باعتبار الاستهلاك	أسهم رأس المال	الجواز
	أسهم تمتع (استهلاك)	الحرمة . الجواز بشروط

المرجع: شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002، ص 117.

## ثانيا: حكم تداول الأسهم

يقصد بتداول الأسهم توالي (تعاقب) بيعها في سوق الأوراق المالية، وحيث أن السهم حصة شائعة معلومة في الشركة، ترتب لمالكها حقا في الربح، وتوجب عليه الخسارة بحسب نسبة هذه الحصة إلى مجموع قيم الأسهم، وحيث أن الشركة المساهمة بطبيعتها لم تقم على أساس العنصر الشخصي في المساهم، إنما قامت على أساس وحدة مالية يتقدم بها هي السهم، لذا فالأصل أن لا مانع من إعادة بيع هذه الأسهم بما تمثله من حصص في سوق الأوراق المالية، وما يعنيه ذلك من حلول المشتري في المركز القانوني للبائع بكل ما يرتبه هذا المركز من مغامم أو مغارم.<sup>1</sup>

ولا مانع شرعا من بيع الأسهم سواء حدد الثمن بالقيمة الاسمية أو القيمة الحقيقية أو القيمة السوقية، لأن للمالك بيع سلعته بأي سعر يشاء، إلا إذا اشتمل البيع على الربا. وكذلك لا مانع شرعا من

<sup>1</sup> عبد الجبار حمد السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 02/أ، 2009، ص 96.



بيع الأسهم بالقيمة الإصدارية (أقل من القيمة الاسمية) لأنها قريبة من القيمة الاسمية غالباً، ولا مانع من بيعها قبل الوفاء بكامل ثمنها، لأن مالكيها حر التصرف فيها بما شاء بمجرد تملكها وإبرام العقد عليها، ويرد للشركة ما بقي عليه من الثمن.

كما يصح تداول الأسهم بيعة وشراء بعد قيام الشركة بنشاطها، ويكون محل البيع ما يرمز إليه السهم من جزء في موجودات الشركة وأعيانها، وما لديها من نقود مخزونة على سبيل الاحتياط. أما قبل استئناف الشركة نشاطها فلا يجوز البيع، لأنه يرد على النقود، وهو بيع دين بدين، أو كالي بكالي، وهذا البيع حرام لنهي النبي صلى الله عليه وسلم عنه.

فالأسهم التي يجوز تداولها: هي الأسهم الاسمية، لأنها صكوك تحمل اسم صاحبها ومالكها، وكذلك الأسهم لحاملها، فيجوز إصدارها وتداولها، لأنها تثبت حصة شائعة في موجودات الشركة لمن يحملها. ويجوز تداول الأسهم لأمر، لأن الشريك الأول صاحب السهم معروف ومقيد لدى الشركة، فإذا لم يعين الشريك الثاني بالتظهير، يظل الشريك الأول المعروف هو المالك، وإذا عين، أصبح الشريك الثاني هو المالك سواء تملكه بعوض أو بغير عوض كالهبة، وتنتفي الجهالة معرفة الشريك.<sup>1</sup>

ويجوز التعامل بالأسهم (استثماراً أو متاجرة) وفق ضوابط، وهذا بيان موجز لهذه الضوابط:

- الضابط الأول: أن تكون الأسهم صادرة من شركات ذات أغراض مشروعة بأن يكون موضوع نشاطها حلالاً مباحاً، أما إذا كان موضوع نشاطها محرماً كشركات إنتاج الخمر فلا يجوز امتلاك شيء من أسهمها لأن شراء الأسهم من باب المشاركة في الإثم والعدوان.
- الضابط الثاني: أن تكون الأسهم صادرة عن شركة معروفة في سلامة تعاملها ونزاهتها فلا يجوز التعامل والاستثمار باسم سلة الشركات لأنها غالباً حسب الواقع لا تخلو من أنشطة اقتصادية محرمة كشركات الخمر والبنوك التقليدية أو أنها تتعامل ببيع الديون دون مراعاة لشروطها الشرعية مما يجعلها تدخل في دائرة الربا المحرمة.
- الضابط الثالث: أن لا يترتب على التعامل بها أي محذور شرعي كالربا والضرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، فلا يجوز للمسلم قبول أسهم الامتياز وأسهم التمتع.
- الضابط الرابع: أن لا تكون أسهم الشركة ديوناً أو نقوداً فقط إلا بمراعاة أحكام الصرف. فالأسهم تمثل حصة مالية شائعة في مجموع مالي، هو صافي موجودات مشروع معين، أو عدد من المشروعات، وهذه الموجودات تشمل عادة نقوداً وأعياناً ومنافع أو حقوقاً لدى الغير.

فالورقة المالية، بعد قفل باب الاكتتاب، وقبل إقامة المشروع وبداية التشغيل تمثل حصة نقدية، من حصيلة الاكتتاب، فلا يجوز تداولها بالبيع والشراء، إلا وفق أحكام الشريعة الخاصة ببيع النقد بالنقد، كالتماثل في بيع النقد بالنقد، وعلى ذلك فإن الورقة المالية تباع في هذه المرحلة بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص، وهذا ما قرره هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2006، ص 370.

من جهة أخرى، لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها نقوداً فقط، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك قبل أن تزاول نشاطها أو عند التصفية إلا بالقيمة الإسمية وبشرط التقابض. أما بعد قيام المشروع ومزاولته للنشاط الاقتصادي فإن الورقة المالية تمثل حصة شائعة في مجموع مالي يتكون غالباً من أعيان ومنافع ونقود، وديون في ذمة الغير، فهذه الورقة المالية يجوز تداولها والتصرف فيها شريطة أن تكون الأعيان والمنافع غالبية على النقود والديون، لأن الحكم للغالب والنادر لا حكم له وعلى هذا نصت المعايير الشرعية .

أما إذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الذهب أو الفضة أو العملات الصرافة فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الصرف وإذا كان غرض الشركة ونشاطها المعمول به هو التعامل في الديون فإنه يجب لتداول أسهمها مراعاة أحكام الديون أما إذا كانت الديون هي الغالبة، فإن تداول الورقة المالية يخضع لأحكام تداول الديون والجمهور يمنعون بيع الديون ورهنها.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: حكم السندات

توصف السندات قانونياً على أنها وثيقة بدين مستحقة الوفاء لصاحبه على مصدر السند، أي هي عبارة عن ديون مضمونة الوفاء مع زيادة متفق عليها عند الاكتتاب في السند، وما دام كذلك فإن الحكم الشرعي للتعامل بالسندات هو الحرمة.

جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي في الدورة السادسة بجدة، القرار رقم (11) ما نصه: بعد الاطلاع على أن السند: (شهادة يلتزم المصدِرُ - بموجبها - أن يدفع لحاملها القيمة الإسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الإسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروط، سواء أكان جوائز توزع بالقرعة، أم مبلغاً مقطوعاً أم خصماً) تقرر:<sup>2</sup>

- أولاً: أن السندات التي تُل التزاماً بدفع مبلغها مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروط محرمة شرعاً؛ من حيث: الإصدار، أو الشراء، أو التداول لأنها قروض ربوية، سواء كانت الجهة المَدْرَة لها خاصة أم عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكاً استثمارية أو ادخارية، أو تسمية الفائدة الربوية المرتبطة بها ربحاً، أو ريعاً، أو عمولة، أو عائداً.
- ثانياً: السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضاً يجري بيعها بأقل من قيمتها الإسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها خصماً لهذه السندات.
- ثالثاً: أن السندات ذات الجوائز، باعتبارها قروضاً اشترط فيها نفع، أو زيادة النسبة لمجموع المقرضين أو لبعضهم لا على التعيين، فضلاً عن شبهة القمار.
- رابعاً: من البدائل للسندات المحرمة - إصداراً أو شراءً أو تداولاً - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع

<sup>1</sup> محمود علي السرطاوي، الضوابط المعيارية لصيغ الاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2015، ص 183 - 184.

<sup>2</sup> عمر مصطفى جبر اسماعيل، ضمانات الاستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاتها المعاصرة، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 256.

مقطوع، وإنها تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك، ولا ينالون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلاً، ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم (1) للدورة الرابعة لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة.

فالسند هو صك تتعهد الشركة أو البنك وغيرهما لحامله بسداد مبلغ معين في تاريخ معين مقابل فائدة، فالملاحظ أن السندات مرتبطة بالفوائد الربوية ولا تتفك عنها بحال ولا يوجد سند دون فائدة ربوية . من ينظر في واقع السندات يجد أن الربا فيها يتشابه تماماً مع ربا الجاهلية الذي نزل القرآن بتحريمه. يقول الرازي في تفسيره للقرآن " ربا النسئنة هو الأمر الذي كان مشهوراً ومتعارفاً عليه في الجاهلية وذلك أنهم كانوا يدفعون المال على أن يأخذوا كل شهر قدرًا معيناً ويكون رأس المال باقياً ثم إذا حل الذين طالبوا المدين برأس المال فإذا تعذر عليه الأداء زادوا في الحق والأجل فهذا هو الربا الذي كانوا في الجاهلية يتعاملون معه. ويقول ابن تيمية ( وقد اتفق العلماء على أن المقترض إذا اشترط زيادة على قرضه كان ذلك حراماً )، ويقول ابن قدامة ( كل قرض شرط فيه أن يزيده فهو حرام بغير خلاف ). لا نعلم خلافاً بين العلماء المعتبرين في هذا العصر في حرمة السندات بيعاً وشراءً وقرضاً واقتراضاً. يقول رسول الله - صلى الله عليه وسلم - "أهون الربا كالذي ينكح أمه " حديث صحيح، وبناءً على ذلك فإن التجارة في السندات محرمة تحريماً كاملاً سواءً كان ذلك عن طريق البورصة أم عن غيرها لأن المعقود عليه وهو القرض الربوي محرم بلا خلاف.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: حكم حصص التأسيس

بمقارنة حصص التأسيس مع مختلف أنواع العقود التي تناولتها كتب الفقه الإسلامي لاحتمال تماثلها مع أحد أنواع هذه العقود رغم اختلاف المسميات أخذاً في الاعتبار أن العبرة بالمقاصد والمعاني وليست بالألفاظ والمباني وبعرضها كذلك على قواعد الفقه الإسلامي لاستبانة مدى مشروعيتها، استبان أن صاحب حصة التأسيس ليس شريكاً في الشركة، وليس كذلك دائماً لها. فالشركة تقتضي أن يقدم الشريك حصة نقدية أو حتى عينية أو عملاً مستمراً يستمد استمراره من استمرار الشركة، بينما نجد على الجانب الآخر صاحب حصة التأسيس لم يقدم أيّاً من هذه الحصص، ولكنه قدم مساعدات للشركة حصل في مقابلها على حصص تأسيس غير مقومة بمال، لذلك صدرت هذه الحصص وليس لها قيمة اسمية وليست جزء من رأس المال، وليست لها عند التصفية قيمة استردادية الأمر الذي ينتفي معه عن صاحب حصة التأسيس صفة الشريك وإن شارك الشركاء في جزء من الأرباح. كما أن صاحب حصة التأسيس ليس دائماً للشركة لأن الجهود المبذولة من جانبه لم تقوم بمال، وليست قرضاً في ذمة الشركاء واجب الأداء يستحق بالمطالبة أو بحلول موعد الاستحقاق، وحصص التأسيس لا ينطبق عليها أيضاً عقد الإجارة لأن عقد الإجارة عقد على منفعة معلومة مقصودة قابلة للبدل والإباحة بعوض معلوم، فمن شروطها أن تكون الأجرة معلومة، وانتفاء العلم بها يجعلها من العقود الفاسدة لنهي رسول الله عن استئجار

<sup>1</sup> فتحي سليم و زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008، ص

الأجير حتى يبين له أجره، كما أن حصص التأسيس ليست هبة مجردة لأن حصة التأسيس في مقابلة ما يقدمه صاحب الحصة من براءة اختراع أو حق امتياز أو جهد مبذول لإنجاح المشروع.<sup>1</sup>

قد اختلف الفقهاء المعاصرون في حكم حصص التأسيس إلى قولين:<sup>2</sup>

### القول الأول :

يرى أن حصص التأسيس مباحة شرعاً، فيجوز إصدارها، والتعامل بها، واستدلوا على ذلك بما يلي:

**الدليل الأول:** أن حصص التأسيس تعتبر هبة التزم بها أصحاب الشركة لأشخاص معينين، كنسبة مقطوعة من الربح سنوياً ، وإن كان هذا المبلغ مجهول القيمة وقت الوهب، فإنه آيل للعلم وقت القبض، وقد أفتي المالكية بصحة هبة المجهول، لأنه من باب التبرعات، وليس من باب المعاوضات.

**الدليل الثاني :** أن صاحب حصص التأسيس لا يمكن اعتباره شريكاً؛ لأنه لا يشارك في خسارة الشركة، ولا يعتبر دائماً ؛ لأن الدائن يستحق نصيبه مطلقاً ربحت الشركة أم خسرت، إلا أن ذلك لا يمنع من جواز حصص التأسيس باعتبارها مكافأة له على ما قدمه للشركة، وبدلاً من منحه مبلغاً يحسب من نفقات التأسيس يمنح جزءاً من الأرباح، فيكون ذلك دافعاً له إلى بذل جهد أكبر، وتقديم خدمة أفضل. ويناقش هذا الدليل والذي قبله بأن حصص التأسيس ليست هبة، ولا مكافأة حتى تصبح بالمجهول، بل هي ممنوحة لصاحبها مقابل ما قدمه للشركة من براءة اختراع، أو غير ذلك، ولذلك نصت التشريعات على أنه لا يمكن إلغاؤها إلا بتعويض عادل، وبعد مضي مدة محددة، ولو كانت تبرعاً محضاً لجاز إلغاؤها مطلقاً. كما أنه لا يمكن اعتبارها هبة بعوض، لأن الهبة بعوض يطبق عليها أحكام البيع على الصحيح عند جمهور الفقهاء.

**الدليل الثالث:** أن ثمره جهدهم تظل مستمرة ما دامت الشركة قائمة، ولذلك يستحقون عن هذا الجهد نصيباً من الربح.

### القول الثاني :

هو قول أكثر أهل العلم يرى أن حصص التأسيس من المعاملات المحرمة. ويستدلون على ذلك بأنه عقد بيع مجهول الثمن، فيكون فيه غرر. ومما يدل على خطأ إصدار مثل هذه الحصص أن كثيراً من القوانين الوضعية منعتها، وقد كشفت التجربة على أن المؤسسين اتخذوا حصص التأسيس ذريعة للحصول على جانب كبير من الأرباح، لا يتناسب مع ما أدوه من خدمة للشركة. ويمكن أن تستبدل هذه الفكرة بفكرة المكافأة النقدية، أو العينية لهؤلاء الذين قدموا خدمات فعلية ، أو براءة اختراع، كما يمكن تحويل قيمة هذه المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية ويأخذ حصته من الأرباح كغيره من المساهمين، ويتحمل الخسائر كغيره، ويحق له بيع أسهمه حسب نظام تداول الأسهم كما قلنا في الأسهم العينية.

بناء على ما سبق، فلا يجوز إصدار حصص التأسيس وتداولها بالبيع ونحوه، ولا أن يعطى أصحابها حقاً في أرباح الشركة، ولا في الفائض من موجوداتها. ولكن لا بد من عدم حرمان المؤسسين،

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سابق الذكر، ص - ص: 308-309.

<sup>2</sup> ديبا محمد الديبان، المعاملات المالية في الفقه الاسلامي: أصالة ومعاصرة، المجلد العاشر، 2015، ص - ص: 437-438.

والذين قدموا خدمات للشركة من براءة اختراع أو حق امتياز، من حقوقهم فلكي لا تهضم حقوقهم، من الممكن استبدال هذه الحصص بمكافأة نقدية أو عينية تعطى لهؤلاء مقابل ما قدموا من خدمات فعلية. أو تحويل قيمة هذه المكافأة بعد تحديدها بأسهم عادية، تتساوى معها في جميع الحقوق والالتزامات.<sup>1</sup>

### الفرع الرابع: حكم المشتقات المالية

لا شك أن عقود المشتقات تعكس ما عليه التطور المطرد في الأسواق المالية في العالم وما تقوم عليه تكنولوجيا المعلومات في التعامل والتداول من دقة وسرعة مما يجعلنا نبادر إلى القول بأن دراسة تفصيلية ودقيقة متأنية يجب أن تحظى بها تلك العقود أولاً كما تجرى في الممارسة والواقع العملي. ولكن المتنبع للمتاح من هذه العقود والناظر فيها وفق مقاييس الشريعة وأحكام الفقه الإسلامي يستوقفه مجموعة من التساؤلات عند كثير من التحليلات في هذه العقود، كما أن الناظر في هذه العقود يجد أنها في بعض تحليلاتها تعترتها الصحة وفي البعض الآخر من نفس العقد يعتره الفساد بالمعيار الشرعي، مما يصعب معه إطلاق القول فيها على وجه الإجمال.<sup>2</sup>

### أولاً- حكم الخيارات المالية:

الخيار المالي هو عقد مستقل ناجز فيه عاقدان وصيغة ومحل العقد، وهو حق معنوي والتزام وليس محله أسهم أو سندات أو أعيان، ومع ذلك فإن للعلماء في عقود الخيارات رأياً.

#### 1. الرأي الأول: المحرمون

يرى معظم العلماء المعاصرين تحريم هذه العقود، فقد ذهب مجمع الفقه الإسلامي في دورته السابعة في مدينة جدة عام 1992 إلى عدم جواز عقود الخيارات، حيث جاء في القرار رقم 7/6/65 بعد الاطلاع على البحوث الواردة إلى المجمع بخصوص موضوع الخيارات وبعد الاستماع إلى المناقشات التي دارت حوله، تقرر: أن المقصود بعقود الاختيارات الالتزام ببيع شيء محدد موصوف أو شرائه بسعر محدد خلال فترة زمنية معينة أو في وقت معين إما مباشرة أو من خلال هيئة ضامنة لحقوق الطرفين وحكمه الشرعي أن عقود الاختيارات - كما تجري اليوم في الأسواق المالية - هي عقود مستحدثة لا تتطوي تحت أي عقد من العقود الشرعية المسماة، وبما أن المعقود عليه ليس مالاً ولا منفعة ولا حقاً مالياً يجوز الاعتياض عنه فإنه غير جائز شرعاً وبما أن هذه العقود لا تجوز ابتداء فلا يجوز تداولها.

في سؤال موجه للجنة الفتوى حول عقود الخيارات أجابت اللجنة: "لا يجوز بيع العملات بالخيار لأنه بيع غير بات ويجوز اشتراط الخيار فيما عدا ذلك من الأسهم أو السلع مع مراعاة شروط بيع الخيار التي جاءت في كتاب الفتاوى الشرعية في بيت التمويل ونصها: إجراء عقد بيع مقترن بخيار شرط لبيت التمويل، وهو بيع تنتقل فيه الملكية ويكون المبيع على ضمان المشتري ومن حق الطرف الأول البت في العقد أو فسخه خلال مدة الخيار المحددة ويمكن أن يؤجل دفع الثمن المتفق عليه لما بعد البت بمدة يتفق عليها ولا بد من التثبت من حقيقة ورود البضاعة وقابليتها للتسليم في أي لحظة عقب الشراء.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البروراري، مرجع سابق الذكر، ص 124.

<sup>2</sup> عبد الحميد محمود البعلبي، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، 1999، ص 33.

## 2. الرأي الثاني : المجيزون

ذهبت الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية إلى جواز عقود الخيارات الشرطية، وإلى أن المال الذي يأخذه البائع من المشتري هو حق له فلا يرد إلى دافعه. لما كان للطرف الآخر نفس الحق في الخيار فإنه يجوز أن يبيعه حقه هذا، يدفعه من يشتري حق الخيار إلى من باع له هذا الحق من مال مقابل تخويله حق فسخ العقد خلال مدة الخيار هو حق للبائع لا يرد إلى دافعه، وتضيف الموسوعة " وكما جوزنا العمليات الشرطية البسيطة، فإننا نرى جواز العمليات الشرطية المركبة لنفس الأسباب " وكذلك أجازها د /وهبة الزحيلي في بحثه المقدم لمجمع الفقه الإسلامي في دورته السادسة، وقد استدلو بعدد من الحجج والأدلة منها:

قوله تعالى: " يا أيها الذين آمنوا أوفوا بالعقود " (المائدة: 1).

من خلال تأمل أدلة الفريقين، يظهر بوضوح ضعف الأدلة التي استدللت بها الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية، وذلك لأنها أدلة عامة لا تفيد وجه الاستدلال الذي ذهبت إليه الموسوعة، ولا شك أن عقود الخيارات كما يجري التعامل بها في أسواق الأوراق المالية تتطوي على الكثير من المخالفات الشرعية، وهذا يتطلب البحث في محاولة إزالة هذه المخالفات الشرعية بتطوير هذه العقود لكي تتفق مع الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

## ثانيا - حكم العقود المستقبلية:

تنوع العقود المستقبلية بالنظر إلى الشيء المتعاقد عليه إلى الأنواع، لآكن في هذا الجزء سيتم التركيز على العقود المستقبلية المالية، ويراد بالعقود المستقبلية المالية العقود التي ترد على الأدوات المالية الأصلية (يقابلها الأدوات المالية المشتقة)، مثل الأسهم، والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، سواء كانت طويلة الأجل كالسندات ، أو قصيرة الأجل كأذون الخزانة، وفيما يلي بيان الحكم في كل منها:

## 1. حكم العقود المستقبلية على الأسهم:

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على الأسهم للأدلة الآتية :

- بيع الأسهم هو من قبيل بيع المعين، كما سبق تقريره، والمعين لا يجوز تأجيله بإجماع أهل العلم، كما سبق بيان ذلك فيما تقدم، وفي العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الأسهم، وهذا محرم لا يجوز.
- في العقود المستقبلية يتم تأجيل تسليم الثمن والمثمن، وهذا لا يجوز لأنه من بيع الدين بالدين المجمع على تحريمه، كما سبق بيان ذلك أيضا.
- لا يملك البائع - في الغالب - الأسهم التي أبرم عليها عقداً مستقبلاً، فيكون بائعاً لما هو مملوك لغيره، لأن جميع الأسهم مملوكة لجميع المساهمين، وهو ليس واحداً منهم، فيكون ذلك من بيع الأعيان غير المملوكة للبائع، وهو ما لا خلاف بين أهل العلم في عدم جوازه.

<sup>1</sup> كمال توفيق خطاب، نحو سوق مالية إسلامية، ص 10.



- تنتهي غالب العقود المستقبلية على الأسهم بالتسوية النقدية بين المتعاقدين، وهذا قمار ظاهر إذا كان ذلك مشروطاً في العقد، أو في معناه إن كان غير مشروط، وقد نص على تحريم العقود المستقبلية على الأسهم البيان الختامي لندوة الأسواق المالية المنعقدة في المغرب.

## 2. حكم العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:

- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت هي أوراق تمثل ديناً لصاحبها على مصدرها، فبيعها هو بيع لذلك الدين، وفي ضوء ذلك يعرف حكم العقود المستقبلية على هذه الأوراق وهو التحريم، وذلك لما يأتي:<sup>1</sup>
- ما في ذلك من بيع الدين الغير من هو عليه بثمن مؤجل، وبيع الدين الغير من هو عليه وإن كان جائزاً على القول الراجح، إلا أن ذلك مشروط بكون العوض حالاً غير مؤجل، حتى لا يدخل في بيع الدين بالدين المنهي عنه وهذا لا يتوفر في العقود المستقبلية على هذه الأوراق، حيث إن الدين الذي تمثله هذه الأوراق مؤجل، وبيع بثمن مؤجل، فكان محرماً.
- الدين الذي تمثله هذه الأوراق من النقود، وإذا بيعت بنقود كان ذلك صرفاً لم تتوفر فيه شروطه، وهي الحلول والتقابض والتماثل إذا بيعت بنقود من جنسها، والحلول والتقابض فقط إذا بيعت بغير جنسها، وهذا منتف في العقود المستقبلية على تلك الأوراق، حيث إنها تباع بنقود من جنسها، نقل عن قيمتها الإسمية أو تزيد عليها، مع اشتراط تأجيل التقابض إلى تاريخ لاحق، فكان تحريم العقود المستقبلية على تلك الأوراق مما يعلم من دين الإسلام بالضرورة.
- فضلاً عن ذلك فالتقابض الذي هو مقصود العقود غير مراد للمتعاقدين، إذ غالباً ما يتم تصفية تلك العقود بالتسوية النقدية بين الطرفين، وهذا يجعل التعاقد بهذا النوع من العقود داخلياً في دائرة القمار والميسر، على النحو الذي سبق توضيحه عند الكلام عن العقود المستقبلية على السلع.

## 3. حكم العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

لا يجوز إبرام العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم للأدلة الآتية :

- ما في هذه العقود من وقوع العقد على ما ليس بمال، ولا يؤول إلى المال، ومؤشرات الأسهم إن هي إلا أرقام مجردة، يقع العقد عليها، وليس على الأسهم الممثلة في تلك المؤشرات.
- ما في هذه العقود من الرهان المحرم بإجماع المسلمين، كما ذكر ذلك شيخ الإسلام ابن تيمية رحمه الله، فإن حقيقة العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم هي المراهنة على هذه المؤشرات من حيث بلوغها رقماً معيناً، أو عدمه، على أن يدفع من يخسر الرهان إلى الطرف الآخر الفرق بين الرقم المعين المرهن عليه المسمى بسعر التنفيذ، وهذا هو ضابط القمار المحرم.

## ثالثاً: حكم عقود المبادلات

تتنوع عقود المبادلات إلى عدة أنواع أبرزها: مبادلة أسعار الفائدة، ومبادلة العملات، ومبادلة معدل عوائد الأسهم، ومبادلة السلع، وفيما يأتي بيان حكم لبعض من هذه العقود:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية، 2005، ص - ص 960 - 961.

<sup>2</sup> مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، الطبعة الأولى، 2010، ص 114.



## 1. الحكم الفقهي لعقد مبادلة أسعار الفائدة:

عقد مبادلة أسعار الفائدة هو عقد لمبادلة فائدة ثابتة على مبلغ محدد بفائدة متغيرة على ذات المبلغ، والحقيقة أن المبادلة ليست بين فوائد القروض، كما قد يوهمنا التعبير السابق، وإنما هي بين مقدار معلوم من النقود، يقدر بمعدل الفائدة على مبلغ محدد، بمقدار آخر غير معلوم وقت التعاقد، وإنما يتم تحديده بالنظر إلى أسعار الفائدة السائدة في الوقت المحدد لإجراء المبادلة.

إذا كان الأمر كذلك، كان ذلك في حقيقته الشرعية بيع نقود بنقود، مع التفاضل والتأجيل، فدخل ذلك الربا بنوعيه: ربا الفضل ورا النسئئة إذا كانت النقود من جنس واحد (أي من عملة واحدة)، أو ربا النسئئة فقط إذا كانت النقود من جنسين مختلفين (أي من عملتين).

هذا ظاهر في تحريم هذا النوع من عقود المبادلات، للأدلة الشرعية الثابتة الدالة على تحريم الربا بنوعيه، وأن الواجب في بيع النقود بالنقود (الصرف): التماثل، والحلول، والتقابض في مجلس العقد إذا كانت النقود من جنس واحد، والحلول والتقابض فقط إذا كانت من جنسين.

أمر آخر يقضي بتحريم هذا النوع من العقود، وهو اشتماله على القمار، وذلك لدخول الطرفين في العقد على أن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين المبلغين في الأجل المحدد، بحسب ما تكون عليه أسعار الفائدة في ذلك الأجل، فكان كل واحد من المتعاقدين إما غانماً أو غارماً، وهذا حقيقة القمار.

## 2. الحكم الفقهي لعقد مبادلة عوائد الأسهم:

عقد مبادلة عوائد الأسهم هو في حقيقته عقد لمبادلة نقود بنقود مع التأجيل، وجهالة مقدار النقود عند التعاقد، حيث لا يعلم قدرها إلا في الوقت المحدد لإجراء المبادلة، بناء على ما يكون عليه معدل العائد على الأسهم في ذلك الوقت. وهذا العقد وفقاً لهذا التكييف يتضمن المحاذير الشرعية الآتية:

- الربا بنوعيه: ربا الفضل ورا النسئئة إذا كانت النقود من عملة واحدة، أو ربا النسئئة فقط إذا كانت من عملتين.

- بيع الدين بالدين، لأنه عقد مؤجل فيه العوضان.

- الغرر لجهالة مقدار النقود عند التعاقد.

- القمار، وذلك أن المقصود من هذه العقود المحاسبة على الفرق بين معدلي العائد على الأسهم، وليس التقابض الذي هو مقصود العقود، فكان أحد العاقدين غانماً، والآخر غارماً ولا بد، وهذا حقيقة القمار، وكل واحد من هذه المحاذير كاف وحده في تحريم هذا النوع من العقود، فكيف بها مجتمعة.

## المطلب الثاني : الهندسة المالية الإسلامية

أصبحت تقلبات الأسعار أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد نتجت هذه التقلبات عن تغيرات هيكلية شهدتها هذه الاقتصاديات في منتصف السبعينيات والتي منها تعويم أسعار الصرف والتغير في السياسات النقدية من استهداف استقرار أسعار الفائدة إلى استهداف نمو القاعدة النقدية، وكذلك رفع الحواجز أمام تدفقات رأس المال عبر الحدود بالإضافة إلى التطور الهائل في سرعة الاتصال والانتقال. لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر أو التحوط منها، وهذا الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية هو ما يعرف بالهندسة المالية<sup>1</sup>.

### الفرع الأول: مفهوم الهندسة المالية

يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها "التصميم، التطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل"<sup>2</sup>.

وهذا التعريف يشير بذلك إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة وهي:

- ✓ ابتكار أدوات مالية جديدة؛
- ✓ ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة؛
- ✓ ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويل، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة.

الابتكار المقصود ليس مجرد الاختلاف عن السائد، بل لا بد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.

أما من وجهة نظر الأسواق المالية فإن مصطلح الهندسة المالية يستعمل لوصف وتحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية في السوق المالية ( مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات...إلخ، ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق<sup>3</sup>.

لقد اتضح لنا مما سبق أن الدوافع التي سرعت بانتشار مفهوم الهندسة المالية كانت المخاطر لدرجة أن بعض الباحثين قد اختصر مفهوم الهندسة المالية بأنه فن إدارة المخاطر الذي يضمن للشركات التخطيط لمستقبلها وخدمة أهدافها، هذا من جهة ، ومن جهة أخرى ضمان المردود الايجابي<sup>4</sup>.

1 عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 20، العدد 02 ، 2007، ص 04-03 .

2 محمد براق؛ محمد الشريف بن زواي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر، ص 04.

3 محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ملتقى دولي، 2011، ص 03.

4 عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر الاتجاهات العالمية، جامعة الكويت، 2010، ص 07.

## الفرع الثاني: أسس الهندسة المالية الإسلامية

بالرغم من اشتراك المدرستين الإسلامية والتقليدية في الحاجة للابتكار و في وجود قيود تنظيمية، إلا أن الابتكار في الصناعة الإسلامية لا يؤدي إلى تجاوز الأحكام الإسلامية على النحو الذي يجري في الصناعة التقليدية، فحافظ الديني حافز عميق لدى المسلمين، ومن شأنه أن يحد من محاولات الالتفاف على الأحكام الشرعية الصريحة.

**أولاً - ماهية الهندسة المالية الإسلامية:** يقصد بها " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشريعة الإسلامية أو وفقاً لمنهج الدين الإسلامي. ولمقارنة تعريف الهندسة المالية التقليدية ومثيلتها الإسلامية على المستوى النظري، نجد أن الاختلاف القائم يكمن في:<sup>1</sup>

- أن الأولى تهدف إلى إيجاد و تطوير منتجات وأدوات مالية تحقق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية والتعاقدية في حين أن الثانية ينحصر هدفها في إيجاد منتجات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية، بمعنى التماشي مع أحكام الشريعة أولاً ثم بعدها التوصل إلى تحقيق هدف النوع الأول من الهندسة المالية.
- يكفي مهندس عملية التطوير وابتكار المالية بالشكل الأول أن يكون من ذوي الخبرة بالعمليات البنكية التقليدية فقط، في حين أن القائم بهذه العملية في الشكل الإسلامي يجب أن يكون ملماً بمقاصد الشريعة الإسلامية إضافة إلى خبرته وفهمه للعمليات البنكية.

**ثانياً - تاريخ الهندسة المالية الإسلامية:** من حيث الواقع فالصناعة المالية الإسلامية وُجدت منذ أن جاءت الشريعة الإسلامية بأحكامها المطهّرة. وربما كان توجيه النبي صلى الله عليه وسلم لبلال المازني رضي الله عنه، حين أراد أن يبادل التمر الجيد بالتمر الرديء، فقال له صلى الله عليه وسلم: "لا تفعل، بع الجمع<sup>2</sup> بالدرهم واشتر بالدرهم جنياً<sup>3</sup>"<sup>4</sup> إشارة إلى أهمية البحث عن حلول تلبى الحاجات الاقتصادية دون إخلال بالأحكام الشرعية، لكن الملاحظ أن الشريعة الإسلامية لم تأت بتفصيل هذه الحلول، وإنما جاءت بتفصيل ما لا يحل من المعاملات المالية. وهذا يتفق مع القول بأن الأصل في المعاملات الحل إلا ما عارض نصاً أو حكماً شرعياً ثابتاً. وعليه فالشريعة الإسلامية لم تحجر دائرة الابتكار، وإنما حجرت دائرة الممنوع وأبقت دائرة المشروع متاحة للجهد البشري في الابتكار.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عماري صليحة، المنتجات المالية الإسلامية بين الإبتكار و التقليد، ملتقى دولي ، 2009، ص 05.

<sup>2</sup> وهو نوع جيد من أنواع التمر .

<sup>3</sup> كل لون من النخيل لا يعرف اسمه فهو جمع ، وقيل الجمع : تمر مختلط من أنواع متفرقة وليس مرغوباً فيه، وما يخلط إلا لرداءته.

<sup>4</sup> البخاري، 2201، 2202، أنظر: الإمام أبو عبد الله البخاري، كتاب البيوع، دار الكتب العلمية، بيروت ، الطبعة الأولى، 2001، ص392.

<sup>5</sup> د.إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي ، ديسمبر 2000، ص 9.

- ثالثا - خصائص الهندسة المالية الإسلامية:** الصناعة المالية الإسلامية تهدف إلى إيجاد منتجات وأدوات مالية تجمع بين المصادقية الشرعية و الكفاءة الاقتصادية:<sup>1</sup>
- **المصادقية الشرعية:** تعني أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشريعة بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع، إذ ليس الهدف الأساسي من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان، وعليه ينبغي التفريق بين ما هو جائز شرعا، وبين ما تطمح إليه الصناعة المالية الإسلامية، فهي تطمح لمنتجات وآليات نموذجية، أي أن الحلول التي تقدمها الهندسة المالية الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجا للاقتصاد الإسلامي.
  - **الكفاءة الاقتصادية:** تتميز الهندسة المالية الإسلامية بخاصية وهي الكفاءة الاقتصادية، فينبغي لمنتجات صناعة الهندسة المالية الإسلامية أن تكون ذات كفاءة اقتصادية عالية مقارنة بالمبتكرات المالية التقليدية وأن تتجنب المساعدة في زيادة الآثار الاقتصادية السلبية، ويمكن لهذه المنتجات زيادة الكفاءة الاقتصادية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في مشاركة المخاطر، وتخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسة.<sup>2</sup>
- رابعا - مبادئ الهندسة المالية الإسلامية:** يمكن تحديد أربع مبادئ للهندسة المالية الإسلامية، اثنان يتعلقان بالأهداف، و هما التوازن و التكامل، و اثنان يختصان بالمنهجية و هما الحل و المناسبة.
- **مبدأ التوازن:** والمقصود به التوازن بين مختلف الحوافز الإنسانية، ما يتعلق منها بالمصلحة الشخصية و ما يتعلق بالمصالح الاجتماعية، ما يتعلق بالمنافسة و ما يتعلق بالتعاون. فالشريعة الإسلامية نجحت في تحقيق التوازن بين مختلف الرغبات والميول والحوافز ووضعت لكل الإطار المناسب له دون إفراط. ينطوي هدف التوازن في مسألة السلع والمعاملات المالية على شرطين: التوزيع العادل لمخاطر العملية والتوزيع العادل للأرباح والفوائد.<sup>3</sup>
  - **مبدأ التكامل:** يقصد به التكامل بين التفضيلات الشخصية مع الاعتبارات الموضوعية، بين تفضيلات الزمن والمخاطرة وبين توليد الثروة الحقيقية. فالربا عزل لتفضيلات الزمن عن توليد الثروة، بينما الغرر عزل لتلك المتعلقة بالخطر، وفصل الزمن والمخاطرة عن توليد الثروة يؤدي إلى انحراف القطاع المالي عن القطاع الحقيقي.
  - **مبدأ المناسبة:** المراد به تناسب العقد مع الهدف المقصود منه، بحيث يكون العقد مناسباً وملائماً للنتيجة المطلوبة من المعاملة. وهذا يتطلب ملائمة الشكل مع المضمون، وتوافق الوسائل مع المقاصد، فالصورة لا تكفي وحدها لتقويم المنتج المالي.

<sup>1</sup> عبد الكريم قندوز، ادارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 08، 2012، ص 17.

<sup>2</sup> صالح مفتاح؛ ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية و دورها في التنمية المستدامة، ملتقى دولي، 2012، ص 228.

<sup>3</sup> Mohyedine Adnan HAJJAR, REGARDS SUR LE FINANCEMENT ISLAMIQUE D'APRÈS LES FINALITÉS DE LA CHARIA, Les Cahiers de la Finance Islamique, N09, 2015, page 16-17.

- **مبدأ الحل:** ينص هذا المبدأ على أن الأصل في المعاملات الحل و الجواز، إلا إذا خالفت نصوص قاعدة شرعية، فالمعاملات المالية والاجتماعية عموماً هدفها إشباع الاحتياجات الإنسانية، ولذلك كان الأصل فيها الحل والجواز. وقاعدة الحل تقضي أن يكون محور الدراسة والعناية في المعاملات المالية هو أصول المحرمات، هذه الأخيرة إذا تم اجتنابها فالعقد صحيح.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: مناهج و آليات الهندسة المالية الإسلامية

نجاح الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية يعني بالدرجة الأولى ضرورة التحول من البحث عن كفاءات و آليات تطبيق ما توصل إليه غيرنا في مؤسساتنا المالية الإسلامية، والعمل على تكييف منتجاتهم بما قد يوافق الشريعة الإسلامية ومبادئ العمل المالي الإسلامي، إلى البحث عن الحاجات الفعلية للمتعاملين الماليين والاقتصاديين المسلمين من طالبي التمويل والباحثين عن فرص الاستثمار والعمل على إشباعها من خلال إيجاد أدوات مالية جديدة أو حلول عملية لمشكلات قائمة، أو على الأقل البحث عن فرص الاستفادة من أفضل ما توصل إليه الابتكار في المؤسسات المالية التقليدية دون المساس بمبادئ العمل المالي الإسلامي.<sup>2</sup>

#### أولاً - مناهج المالية الإسلامية:

فرضت التغيرات السريعة التي شهدتها العالم الاقتصادي في الفترة الأخيرة ضغوطاً تنافسية حادة وغير متكافئة على المؤسسات المالية الإسلامية، التي أصبحت تبحث عن الاستمرار إلى جانب مؤسسات مالية تفوقها خبرة وحجماً، وقد انتهت إلى أنه لا يمكن ذلك دون تقديم منتجات مالية إسلامية قادرة على منافسة المنتجات التقليدية من جهة وعلى تلبية احتياجات البيئة التي تعمل فيها سواء كانت إسلامية أو غير إسلامية من جهة أخرى.

**1 - منهج المحاكاة:** والذي يعني أن يتم سلفاً تحديد النتيجة المطلوبة من منتج الهندسة المالية الإسلامية، وهي عادة النتيجة نفسها التي يحققها المنتج التقليدي، وبغض النظر عن الحكم الشرعي لهذه المنتجات حيث تثير الكثير من الجدل، فإن المنهجية التي تتبعها قائمة على المحاكاة والنقل للمنتجات المالية التقليدية.<sup>3</sup> يعتمد المنهج المحاكاة على مسار أطول لإعداد المنتجات المالية مقارنة بالمناهج الأخرى، هذا المسار يتلخص فيما يلي:<sup>4</sup>

- **اختيار المنتج و السوق المستهدف:** فمسار تطوير المنتجات يبدأ من اختيار المنتج المناسب والسوق المستهدف، هذا المسار يعتبر أكثر سهولة بالنسبة للفروع الإسلامية للبنوك التقليدية.
- **فهم المنتجات في إطارها التقليدي:** هذا الفهم يتضمن، مفهوم المنتج المستهدف، خصائصه، وظائفه، تطبيقاته، الأطراف المعنية، آليات تولد الأرباح و المخاطر الكامنة فيه.

<sup>1</sup> حكيم براضية، التصكيك و دوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة شلف، 2011، ص 62.

<sup>2</sup> موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة و التقليد، ملتقى دولي، 2014، ص 13.

<sup>3</sup> محمد أمن خنيوة؛ حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد 12، 2011، ص 658.

<sup>4</sup> Ahmed CHAKIR, L'INGENIERIE FINANCIERE ISLAMIQUE : ENTRE LES CONTRAINTES DE DEVELOPPEMENT ET LES RISQUES DE DERIVE, 2014, page 08-09.

- **تحليل و اختبار المنتج:** يتبع فهم المنتج في محيطه التقليدي بمرحلة التحليل، بمعنى تفكيك المنتج وتبيان العناصر المكونة له. في هذا الإطار، يجب توضيح الهدف من هذا المنتج حتى نستطيع تحديد العقد الأكثر ملائمة من أجل تطبيقه في إطار المالية الإسلامية. بالإضافة إلى ذلك، يجب تحديد قائمة العناصر المحرمة في الشريعة الإسلامية والموجودة في هذا المنتج والتدفقات النقدية المتولدة عنه.
  - **تحديد العناصر المحرمة في الشريعة:** من أجل بناء منتج جديد، يجب تحديد العناصر التي تحتوي على الربا، الغرر، الميسر، الغبن و الإكراه.
  - **إعادة صياغة المنتج بالاعتماد على عقود مقبولة في الشريعة:** هذه المرحلة تتضمن تغيير الخصائص الأصلية للمنتج، و التي تحتوي على عناصر غير مسموح بها في الإسلام، إلى شكل جديد باستخدام العقود الإسلامية المناسبة.
  - **التقيد بقواعد الشريعة في صياغة العقود:** في أغلب الحالات، المنتجات المالية تتكون من سلسلة المعاملات ما يعني وجود سلسلة من العقود. في هذا الإطار، الفصل ما بين العقود يعتبر جد مهم من أجل ضمان احترام الشريعة، فكل عقد يعالج بشكل منفرد مع قواعده و شروطه.<sup>1</sup>
  - **اختبار مدى تعرض المنتج للمخاطر:** لا يوجد سبب مقنع من أجل بذل جهود في الهندسة المالية لتطوير منتجات تنطوي على مخاطر عالية ولا تجذب الكثير من المستثمرين، بالإضافة إلى كون الإسلام لا يشجع كثيرا على المخاطرة .
  - **اختبار القيمة التجارية للمنتج في السوق ومردوديته ومساهمته في الاقتصاد:** المراحل السابقة تهتم بتطابق المنتج مع الشريعة، فحين تهتم هذه المرحلة بمنفعته للاقتصاد مع التوازن ما بين البحث عن الربح و الصالح العام الذي يعتبر من أسس المؤسسات المالية الإسلامية.
- تستثمر اليوم تقنيات ومبادئ التمويل الإسلامي في المزيد من الأسواق الجديدة بالاعتماد على منتجات مستوحاة من المنتجات المالية التقليدية، وهكذا ظهر العديد من المنتجات الإسلامية الجديدة وفي مجالات متنوعة، مثل المتاجرة والاستثمار في الأسهم والسندات، التأمين وإعادة التأمين، القروض المشتركة وخطط الإدخار الجماعي وغيرها من منتجات تسيير المحافظ والثروات.<sup>2</sup>

## 2 - منهج الابتكار:

المدخل الثاني لتطوير المنتجات المالية الإسلامية هو البحث عن الاحتياجات الفعلية للعملاء والعمل على تصميم المنتجات المناسبة لها، بشرط أن تكون متوافقة ومبادئ الشريعة الإسلامية، والعمل على تطوير الأساليب التقنية اللازمة لها وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية، كما يتطلب وضع أسس واضحة لهندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Ahmed CHAKIR, op.cit, page 10.

<sup>2</sup> Olivier PASTRE & Krassimira GECHEVA, la finance islamique a la croisee des chemins, revue d'economie financiere, 2008, page 206.

<sup>3</sup> محمد أمن خنيوة؛ حنان علي موسى، مرجع سابق، ص 658.

لا ريب أن هذا المنهج أكثر كلفة من التقليد والمحاكاة، لكنه في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية التطبيق، ثم بعد ذلك تتخفص)، هذا من جهة، و من جهة ثانية فإن هذا المنهج يحافظ على أصالة المؤسسات المالية الإسلامية، كما يسمح لها بالاستفادة من منتجات الهندسة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية، كما يساعد ذلك على استكمال المنظومة المعرفية للصناعة المالية الإسلامية.

### ثانياً - آليات تطوير المنتجات المالية الإسلامية:

تعاني الصناعة المالية الإسلامية هذه الأيام من الاعتماد المبالغ فيه على هيكله المنتجات المالية التقليدية هيكله شرعية من أجل تطبيقها في المؤسسات المالية الإسلامية. وقد كانت هذه الممارسات تعتبر محموداً في الفترات الأولى من انطلاق الصناعة والتي كانت تسعى فيها إلى تثبيت نفسها وإثبات ذاتها كجزء من الصناعة المالية الدولية. لكن من غير المحمود أن تغالي العديد من المؤسسات المالية الإسلامية في الهيكله الشرعية للمنتجات المالية التقليدية مكتفية بوضع إطار من "الحلال" على المنتجات مع تحقيق الأرباح أو تقليل المخاطر ذات المدى القصير دون إطلاق العنان للرؤية الاستراتيجية وإدراك أن الخطر محقق بصناعتهم التي ينتمون إليها<sup>1</sup>. وعليه يجب توفر آليات تطوير مستمر للمنتجات والخدمات، تشمل هذه الآليات ما يلي:

- **بناء إطار مؤسسي مناسب:** هناك حاجة لدى الصناعة المالية الإسلامية لقيام عدد من المؤسسات ويشمل ذلك أسواق الأوراق المالية، بنوك الاستثمار، الترتيبات المساندة للنشاط المصرفي الإسلامي للوفاء باحتياجات المقرض، السوق المصرفية البنينة وتسهيلات التأمين وإعادة التأمين الإسلامي.

- **تطوير سوق مالي إسلامي:** يمكن أن يؤدي عدم تواجد أدوات التمويل الإسلامية القابلة للتسويق إلى الحد من مرونة مؤسسات التمويل الإسلامي، ويقلل من حجم ربحيتها، وهناك تطوران يمكن بوضوح أن يساعدا مؤسسات التمويل الإسلامي في تغيير المناخ في سوق المالية الإسلامية، هما<sup>2</sup>:

• **الأول:** إصدار شهادات ودائع أو استثمار أو صكوك إسلامية.

• **الثاني:** قيام حكومات البلاد الإسلامية بإصدار أدوات دين أو صكوك ملكية في المشروعات

العامه يمكن الاحتفاظ بها قانوناً أو تداولها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

- **تطوير معايير مقبولة دولياً للصناعة المالية الإسلامية:** يطرح التطور على الصناعة المالية الإسلامية مشكلات جديدة، تتعلق بضرورة التوافق مع المعايير الدولية، وهذا يستوجب ضرورة بذل الجهود من قبل المؤسسات المسؤولة لتطوير معايير مقبولة دولياً للصناعة المالية الإسلامية، تغطي إدارة المخاطر، وكفاية رأس المال، وإقرار نظام لحقوق المدنيين ولإعسار... إلخ.

<sup>1</sup> ناصر زيادات، سيناريوهات محتملة في تطوير المنتجات المالية الإسلامية، متوفر على: [www.pdfactory.com](http://www.pdfactory.com)، ص 02.

<sup>2</sup> فياض عبد المنعم حسنين، آليات تطوير المنتجات و الخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس، 2008، ص 89.



- **الوفاء بمتطلبات الإفصاح والشفافية:** لا يزال تدفق المعلومات عن سوق صناعة الخدمات المالية الإسلامية، وحجم التعاملات، وهيكل الأدوات، وضوابطها . . . إلخ، دون الدرجة المأمولة، ولا يوفر درجة ملائمة من الشفافية في السوق، من حيث سهولة الوصول إلى البيانات عن الأنشطة والأداء ودرجات الإفصاح للمدخرين، وبخاصة أن الإفصاح والشفافية في المعاملات مطلوبة من الناحية الشرعية.

- **تعزيز المنافسة في سوق الصناعة المالية الإسلامية:** الفرضية الأساسية التي تحدد أهمية المنافسة في سوق الصناعات المالية الإسلامية ودورها الحاسم في رفع كفاءة أداء المؤسسات، وتخفيض تكلفة الوساطة المالية الإسلامية، هي أن مواصلة تحقيق معدلات نمو عالية في حجم الصناعة المالية الإسلامية يتوقف على توفير منافسة قوية في سوق تلك الصناعة.

ويرى بعض الباحثين أن مؤسسات الصناعة المالية الإسلامية لا تزال متخلفة عن المؤسسات المالية التقليدية من حيث الكفاءة الإنتاجية ، وأن الآلية الوحيدة لرفع هذه الكفاءة هي زيادة حجم المنافسة وأن المحرك الرئيسي للتطور هو الحاجة والمنافسة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: منتجات الهندسة المالية الإسلامية

لقد تميزت أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة بتعرضها لموجات حادة من الأزمات المالية مما أدى إلى تدهور اقتصاديتها، وأصبح البحث عن بديل للأدوات المالية التقليدية المتداولة في أسواق الأوراق المالية أمراً عاجلاً، لذا جاءت الأدوات المالية الإسلامية كبديل لتلك الأدوات، بهدف إنعاش أسواق الأوراق المالية والتقليل من حدة النكبات الاقتصادية التي هزتها وهذا من خلال المبادئ التي بنيت عليها، والتي تتوافق مع أحكام الفقه الإسلامي.<sup>2</sup> والأدوات المالية الإسلامية هي أوراق أو سندات مشروعة أو صكوك مصممة على أسس إسلامية تصدر من قبل الشركات والمؤسسات المالية والاقتصادية أو من قبل الحكومة لتوفير التمويل اللازم ويتم تداولها والتعامل بها في الأسواق المالية.<sup>3</sup>

فالدعوة إلى ابتكار المنتجات المالية الإسلامية وتطويرها هي دعوة للاجتهاد وإعمال لقواعد الشريعة والقواعد الأصولية والفقهية في استنباط الأحكام المتعلقة بحفظ المال وتثمينه، فهو بذلك يحقق مقصدا من مقاصد الشريعة الإسلامية العامة. كما أن الدعوة إلى التأمل في المنتجات المالية التي ظلت محل تطبيق لجهود متتالية من الحضارة الإسلامية أو المنتجات المالية المستجدة هي دعوة لتفعيل آليات الاجتهاد في المسائل المالية الواردة في كتب الفقه أو في النوازل المعاصرة وفق مقاصد الشريعة وقواعد الاجتهاد التي بينها علماء الأصول.<sup>4</sup> وقد أفرزت الهندسة المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مجموعة من المنتجات المالية، وعليه سوف نتطرق في هذا المطلب لمختلف أنواع الأدوات المالية الإسلامية.

1 فياض عبد المنعم حسنين، مرجع سابق، ص 82.

2 بن زواي محمد شريف ونشيش فتيحة، دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس: الاقتصاد الافتراضي وانعكساته على الاقتصادات الدولية، ص 02.

3 مهدي هند وصباح فاطمة وصباح ربيعة، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية: دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، ملتقى دولي الأول: الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، 2011، ص 02.

4 عز الدين محمد حوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية: منهجيته وآلياته، ص 01.

## الفرع الأول: الصكوك الإسلامية

تعد الصكوك الإسلامية واحدة من أبرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، فهي تعد بديلاً شرعياً للسندات الربوية، إضافة لكونها منتجاً إسلامياً أصيلاً، وقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية بشكل واضح في الآونة الأخيرة. فعلى غرار إصدارها في بعض الدول الإسلامية إلا أن الدول الغربية اهتمت بها خاصة بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة التي زادت من رواج هذه الأداة بصفة خاصة والنظام المصرفي الإسلامي بصفة عامة.<sup>1</sup> وتم تقديم أحد التعريفات الأولية للصكوك الحديثة في فبراير 1988 خلال الدورة الرابعة لمجلس مجمع الفقه الإسلامي بجدة، وقد تناول قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي رقم 30 (4/5) بهذا الأمر.<sup>2</sup>

يمكن تعريف الصكوك الإسلامية على أنها: أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو يتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب، وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً، أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة.<sup>3</sup>

كما يمكن إبراز الأهمية التي تتمتع بها الصكوك الإسلامية من خلال النقاط التالية:

- تساعد الصكوك الإسلامية الأفراد على توفير مدخراتهم الصغيرة وتجميعها وتأمينها؛
- الوفاء بالاحتياجات المشروعة للتمويل المطلوب للشركات المساهمة، بطريقة تجتذب العديد من فئات المجتمع للمشاركة المشروعة والتي كانت منعزلة عن التنمية خوفاً من الوقوع في المحذور؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية من أفضل الصيغ المتوافقة وأحكام الشريعة التي ظهرت كبديل للسندات التقليدية، فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبيرة والضخمة التي تعجز عنها ولا تطبقها جهة واحدة؛
- تعتبر الصكوك الإسلامية أداة أساسية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي والحد من مشكلة السيولة؛
- إمكانية استخدام الصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الإنمائية للمؤسسات والمرافق الحكومية بما يحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطنين في الاعمار والتقدم المنشود.
- تتيح للحكومات والشركات الحصول على التمويلات المشروعة التي تساعد في توسيع نشاطاتها ومشاريعها وتمويل العجز في موازنتها بدلا من أدونات الخزينة والدين العام في تحقيق ذلك؛

<sup>1</sup> العيفة عبد الحق و زاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014، ص 06.

<sup>2</sup> Mohamed Ariff & Munawar Iqbal & Shamasher Mohamad, The Islamic Debt Market For Sukuk Securities, Edward Elgar publishing, UK, 2012, page 51.

<sup>3</sup> سليمان ناصر وربيع بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014، ص 06.

- المساعدة في إدارة السيولة على مستوى الاقتصاد الكلي من خلال امتصاص فوائض السيولة عن طريق استخدام الصكوك من قبل البنوك المركزية كأداة من أدوات السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي، وتوفير تمويل مستقر وحقيقي للدولة ومن موارد موجودة أصلاً في الدورة الاقتصادية مما يقلل من الآثار التضخمية؛
  - تعتبر وسيلة للتوزيع العادل للثروة، حيث تمكن جميع المستثمرين من الانتفاع بالربح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبة عادلة، فتنتشر بذلك الثروة على نطاق واسع دون أن تقتصر على شريحة معينة.
  - تعتبر الصكوك الإسلامية من الحلول المبتكرة للإشكاليات التمويلية<sup>1</sup>.
- بالرغم من حداثة تجربة الصكوك الإسلامية إلا أن صورها تنوعت وأخذت أشكالاً مختلفة وذلك وفقاً للغرض الذي أنشأت من أجله، وبذلك تنقسم إلى مجموعة من الأنواع وكل نوع يتفرع إلى أنواع ومستويات أخرى مختلفة، ولهذا فإنه يصعب جداً حصر جميع أنواع الصكوك في عدد معين<sup>2</sup>، وقد ذكر المعيار الشرعي (17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية أنواع صكوك الاستثمار<sup>3</sup>، وسنحاول التطرق إلى أهمها من خلال العناصر التالية:

### 1. صكوك المضاربة (المقارضة):

هي صكوك اقترحت من قبل الدكتور سامي حمود بديلاً عن سندات القرض بفائدة، للبنك الإسلامي في الأردن وذلك سنة 1407 هـ الموافق لـ 1987 م ولقد جاء تعريفها من قبله بأنها: "الوثائق الموحدة القيمة المحررة بها، وذلك على أساس المشاركة في نتائج الأرباح الصافية"، وهي من البدائل التي أقرها مجلس مجمع الفقه الإسلامي في دورة مؤتمره الرابع في جدة في 1407 هـ، فقد عرفها بأنها أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال المضاربة، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه من أرباح وذلك بنسبة ملكية كل مستثمر، وهذه الصكوك تعتمد في أساسها الفقهي على المضاربة الشرعية<sup>4</sup>.

قد تم تطوير هذه الفكرة، حينما عرضت على وزارة الأوقاف الأردنية للاستفادة منها في إعمار أراضي الأوقاف، وحينما عرضت على مجلس المجمع الفقهي الإسلامي، وعلى المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب ببنك التنمية الإسلامية بجدة. وعرفها مجمع الفقه الإسلامي على أنها "أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس المال القراض، بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية

<sup>1</sup> مولاي أسماء وبحوصي مجدوب وبن وارث حجيله، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 03، 2019، ص 279.

<sup>2</sup> نوال سمرد ورفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية للصكوك الإسلامية نموذجاً، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، 2015، ص 08.

<sup>3</sup> علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، 2010، ص 38.

<sup>4</sup> بن الضيف محمد عدنان وربيح المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، سطيح، ص 10.

القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصص شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه".<sup>1</sup>

يتم طرح صكوك المقارضة للاكتتاب العام بهدف تمويل المشروعات القائمة، والتي ترغب في زيادة مواردها المالية بعيداً عن أدوات التمويل الربوي. كما يتم طرح هذه الصكوك للاكتتاب العام بهدف تمويل مشروعات معينة عند التكوين بعد أداء رأس المال بالكامل. وقد يكون العائد الذي يحققه هذا النوع من الصكوك مرتبطاً بنتائج نشاط المشروع إيجاباً وسلباً، ويترتب على ذلك تغيير العائد الموزع بتغيير الفائض المحقق، حيث يتم توزيع الفائض الذي يراد توزيعه بنسبة شائعة من الربح، وتقوم الجهة المصدرة لهذه الصكوك بتصنيفها تدريجياً، وذلك عن طريق الاستهلاك، ويؤول المشروع بكامله إلى الجهة المصدرة بعد الوفاء بقيمة تلك السندات لأصحابها بالكامل.

يجب أن تتوافق هذه الصكوك مع أحكام الشريعة الإسلامية بحيث يجب أن توفر جميع المعلومات المطلوبة قانوناً وأن تشير إلى طرق مشاركة النتائج. تغطي مدتها مدة النشاط الذي تم إطلاق البرنامج من أجله. يستفيد المكتتبون المسجل إسمهم من قبل الشركة المصدرة، بشكل مماثل، من جميع الحقوق المرتبطة بملكية الأوراق المالية، ولا سيما إمكانية بيعها وفقاً لقواعد الشريعة الإسلامية، بسعر الشراء إذا لم تكن الاستثمارات تتحقق بعد، و بسعر السوق بخلاف ذلك.<sup>2</sup>

الجدير بالإشارة أنه يمنع على هذه المشروعات التعامل بالفائدة أخذاً أو عطاءً، فصكوك المقارضة لا تدرُ أي فائدة ربوية، وليس لأصحابها الحق في المطالبة بذلك. كما يمنع على هذه المشروعات التعامل بالمحرمات بيعاً أو شراءً، وإلا لما كان هناك مقتضى لإصدار مثل هذه الصكوك أصلاً. وذكر الدكتور علي محي الدين القره داغي أن صكوك المقارضة، يمكن أن تتنوع إلى خمسة أنواع:

- أ- **صكوك مقارضة طويلة الأجل:** تتراوح مدة هذه الصكوك ما بين عشر سنوات إلى عشرين سنة، وهي غير مخصصة لمشروع معين، بل تخول للمضارب وهو الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو مصرفاً الحق في استثمارها استثماراً مطلقاً، وعلى هذه الجهة أن تبين في نهاية كل سنة على سبيل المثال كشف حساب بالأرباح التي تحققت أو الخسائر التي وقعت، فينال كل من المضارب -سواء كان شركة أم مصرفاً- وصاحب السند- وهو رب المال - نسبته من الربح المتفق عليه.
- ب- **صكوك مقارضة لمشروع معين:** تصدر هذه الصكوك لتمويل مشروع معين سواء كان صناعياً أم زراعياً أم تجارياً، وتكون محددة بمدة معينة سواء كانت قصيرة أم طويلة حسب عمر ذلك المشروع، وحسب قدرة الجهة المصدرة لها، وذلك بأن يقسم ما يحتاج إليه المشروع من رأس مال على هذه الصكوك بقيم متساوية، ويقوم المضارب سواء كان شركة أم مصرفاً باستثمار قيمة هذه السندات في المشروع نفسه. ويمكن أن توزع الأرباح كل سنة حسب الميزانية، وليس ثمة مانع من

<sup>1</sup> عمر مصطفى جبر اسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 85.

<sup>2</sup> François Guéranger, finance islamique : Une illustration de la finance éthique, DUNOD, PARIS, 2009, PAGE 146.

- ترحيل جزء منها للاحتياط الذي سوف يوزع على أصحاب الصكوك والجهة المصدرة حسب النسب المتفق عليها، وعلى ضوء الضوابط التي حددها مجمع الفقه الإسلامي.
- ت-صكوك المقارضة المستردة بالتدرج: وذلك بأن ترد قيمة الصكوك مع ما حققته من أرباح- إذا كان هناك أرباح- في مدة زمنية محددة.
- ث-صكوك المقارضة المستردة في آخر المشروع: ويرد مبلغ هذه الصكوك في آخر المشروع، مع ملاحظة الأرباح التي تحققت والخسائر التي لحقت، ويمكن أن توزع أرباحها ويبقى أصل المال إلى آخر المشروع.
- ج-صكوك المقارضة المنتهية بتمليك المشروع: ويمكن رد قيمة هذه الصكوك من خلال التعويض عنها بجزء من المشروع، فعلى سبيل المثال تقوم جهة ما بمشروع بناء فندق، وتصدر له مجموعة من الصكوك متساوية القيمة، ويكون رد قيمة هذه الصكوك في النهاية من خلال تمليك المشروع لأصحاب هذه الصكوك حسب حصصهم.<sup>1</sup>

## 2. صكوك المشاركة :

تعرف صكوك المشاركة بأنها: "وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم". هذا ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرارات استثمارية، ويمكن أن تكون صكوك المشاركة قائمة على المشاركة بين المستثمرين أو بين المصدر للصكوك وحملة الصكوك. وتشمل المشاركة رأس المال الذي يقدمه البنك وشريكان أو أكثر يرتبط بهما، توزيع الأرباح والخسائر بما يتناسب مع مساهمات رأس المال ذات الصلة.<sup>2</sup> وتنقسم صكوك المشاركة أيضا إلى عدة أنواع نذكر منها ما يلي:

- **صكوك المشاركة الدائمة:** وهي تشبه إلى حد بعيد الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي في صورة صكوك للإكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتعتبر هذه الصكوك بديلا عن الأسهم، حيث يمكن للمصدر أن يوسع نشاطه أو ينشئ مشروعا موازيا، فيقوم-باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بجزء من رأس المال وي طرح الجزء الباقي للإكتتاب.
- **صكوك المشاركة المحدودة:** وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية، وتكون نهايتها بإحدى الصورتين كالتالي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> عادل سالم محمد الصغير، صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها، مجلة المختار للعلوم الإنسانية، جامعة المختار، العدد 22، ليبيا، 2013، ص - ص: 16 - 17.

<sup>2</sup> Hamid Bali, la finance islamique, universite oberta de catalunya, page 23.

<sup>3</sup> معطى الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، قالمة، 2012، ص 239.

- **صكوك المشاركة المستردة بالتدرج:** تسترد قيمتها بشكل تدريجي وفقا لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد.
- **صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر):** فعند نهاية المشروع يقوم المصدر عادة بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، كأن يكون المشروع هو القيام بحفر منجم، ففي نهاية المشروع يقوم المصدر بإعادة تقييم أصول المشروع (آلات، تجهيزات) وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو تلك الأصول.

### 3. صكوك الإجارة:

عرفت مصلحة الضرائب في لوكسنبورغ الإجارة على أنها "اتفاقية إيجار يشترى بموجبها المساهم في حقوق الملكية (البنك) عقار نيابة عن عميله ثم يزود العميل بالامتلاكات مقابل إيجار خلال فترة منقذ عليها"<sup>1</sup>. فهي عبارة عن وثائق متساوية القيمة تمثل حصة شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات في مشروع استثماري يدر دخلا، والغرض منها هو تحويل الأعيان والمنافع والخدمات التي يتعلق بها عقد الإجارة إلى أوراق مالية أو صكوك قابلة للتداول في الأسواق الثانوية، وتعتبر صكوك الإجارة صكوك ملكية شائعة في أعيان مؤجرة مملوكة لمالكي الصكوك، ويتم توزيع عائد الإجارة على الملاك حسب حصص ملكيتهم، وهي قابلة للتداول وتقدر قيمتها حسب قيمتها السوقية، ويمكن أن تطفأ قيمة الصكوك بنقل ملكيتها للمستأجر أو طرف ثالث، وذلك يكون بالإجارة المنتهية بالوعد بالتمليك. وتعتبر صكوك الإجارة من أهم أساليب صيغ التمويل الإسلامي، وتنقسم الصكوك الإجارة إلى أربعة أنواع وهي :

- أ- صكوك الإجارة المنتهي بالتمليك: وهي صكوك مساهمة في مضاربة تقوم بشراء أصول عينية وموجودات ثابتة، ومن ثم تأجيرها بعقد إيجار يتبعه عقد آخر مستقل عنه يعد بالهبة أو البيع؛
- ب- صكوك الإجارة التمويلية: وهي أن يتفق المصرف وعميله على أن يشترى الأول الأصل وللعميل الحق الكامل في استخدام الأصل في مقابل دفع أقساط إيجارية محدودة وفي نهاية المدة المنقذ عليها في عقد الإجارة يعود الأصل إلى المصرف، وهذا النوع من الصكوك عملية مصرفية بحتة من حيث الفكر والموضوع، ولكنه انتمان عيني وليس نقدي؛
- ت- صكوك الإجارة التشغيلية: يقوم على تأجير الأصول للقيام بعمل محدد، ثم يسترد المؤجر الأصول لتأجيرها مرة أخرى، ويعد هذا النوع عملية تجارية بحتة أكثر منها مالية؛
- ث- صكوك الإجارة والأعيان: وهي صكوك ذات قيمة متساوية تمثل ملكية أعيان مؤجرة، أو منافع أو خدمات، ومن أنواعها صكوك الإجارة والأعيان (خدمات) والتي تكون الخدمة موصوفة في الزمة نحو صيانة أجهزة طبية في مستشفى أو صيانة أجهزة التكييف في مبان عامة... الخ.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Junaid Haider & Muhammad Azhar, Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario, Master Thesis, Umea University, Sweden, 2010, page 26.

<sup>2</sup> عمر عيو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية أ / قسم العلوم الاقتصادية و القانونية العدد - 18 جوان . 2017 ، ص 53.



**4. صكوك السلم:**

هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها بائع منتجات السلم أو وكيله ويحصل بذلك على رأس مال السلم فتصبح سلعة للسلم مملوكة لحاملي الصكوك. ويكون بتقديم كامل قيمة السلعة المتفق عليها لاستلامها مستقبلاً وفقاً لوقت ومواصفات متفق عليها، ويساعد تقديم التمويل بكامله المنتج على توفير المال اللازم لتمويل العمليات الإنتاجية وتوفير المنتج في جانب العرض، وتقليل السعر في جانب الطلب. فيسهم بذلك في توفير أسباب الرخاء الاقتصادي بزيادة الإنتاج وتخفيض السعر بما يحقق الربح للمشتري والبائع. وهناك ما يسمى بالسلم المتوازي وهو اتفاق المشتري مع جهة أخرى على بيعها المنتج المنفق عليه في اتفاقية السلم الأول.

**5. صكوك الاستصناع:**

هذه الصكوك تحمل قيمة متساوية يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات ويقوم بتسليمها خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حاملو الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع. وينطبق الاستصناع على تشييد المباني وبناء السفن والطائرات والجسور والطرق ومحطات توليد الطاقة الكهربائية والماء وغيرها وفقاً لمواصفات محددة في العقد وتاريخ للاستلام وقيمة محددة يتم الاتفاق حولها. ويمكن توليف صيغ أخرى معها للاستجابة لمتطلبات العمل والتمويل، وهي من الصيغ النشطة في عالم الصكوك. وهناك ما يسمى بالاستصناع الموازي، وهو تعاقد المتعهد مع جهة ما لاستصناع سلعة لها ثم يقوم المتعهد بالتعاقد مع جهة أخرى لتقوم بتصنيع المنتج المطلوب له ليقوم بتقديمه إلى طالب السلعة في الوقت المطلوب.<sup>1</sup> صممت الصكوك الاستصناع كأدوات مالية إسلامية لتمويل احتياجات الشركات المنتجة وليس الاستهلاك والقروض.<sup>2</sup>

**6. صكوك المرابحة:**

تعرف صكوك المرابحة بأنها: "وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك". فالمصدر لصكوك المرابحة هو البائع لبضاعة المرابحة، والمكنتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المرابحة ويستحقون ثمن بيعها. ولذلك فإن نشرة إصدار صكوك المرابحة تتضمن وعداً ملزماً من مصدرها، بشراء بضاعة بمواصفات معينة وبثمن محدد مع ربح معلوم يكون مبلغاً مقطوعاً أو نسبة محددة من تكاليف البضاعة يدفع في مواعيد محددة، وذلك بعد تملك البضاعة وقبضها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2014، ص 09.

<sup>2</sup> Meysam SAFARI & Mohamed ARIFF & Shamsheer MOHAMED, sukuk securities : nes ways of debt contracting, John WILEY & Sons Singapore, 2014, page 29.

<sup>3</sup> كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014، ص 84-85.



**7. صكوك المزارعة:**

هي التي يملك الصك فيها ملكية مُشاعة لأرض زراعية مرتبطة بعقد مزارعة مع شركة للإنتاج الزراعي تحدد فيه حقوق والتزامات الطرفين، حيث تقوم هذه الشركة بشراء مجموعة من الأراضي وتتكفل بشراء البذور معها من جهة وتجهيزها بالأدوات من جهة أخرى، ثم تُطرح صكوك المزارعة بقيمة الأرض وتجهيزاتها، ويُبرم الشركة اتفاقاً مع من يستصلح الأرض حيث يتم هذا الإنفاق في عقد مزارعة تتولى بموجبه الشركة أعمال الإدارة والمتابعة والمراقبة مقابل جزء من الربح، أما عائد مالك الصك فهو حصة من غلة الأرض، وهي تزيد وتنقص حسب أساليب الزراعة وأسعار السوق وعوامل أخرى، وتستعمل هذه الصكوك من أجل استصلاح الأراضي الكبيرة التي لا يستطيع استصلاحها الأفراد وعمارها بالأساليب الزراعية الحديثة، ويمكن تطبيق هذا النوع من الصكوك على الأراضي التي تستصلحها الدولة أو شركة استصلاح الأراضي وترغب بتوزيعها على الناس ضمن برنامج التنمية الزراعية.<sup>1</sup>

**8. صكوك المساقاة:**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من المحصول وفق ما حدده العقد، وصكوك المساقاة يصدرها مالك الأشجار محل التعاقد من أجل تمويل عمليات السقي والرعاية ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بموجب عقد المساقاة .

**9. صكوك المغارسة:**

فهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الغرس.<sup>2</sup> وإذا كانت الخيارات المالية غير مقبولة من وجهة نظر الشريعة، فهذا ليس بسبب وجود خيار في العقد، ولكن بسبب خصوصية طريقة عملها. لهذا، لا يدين الفقه وجود خيارات في العقود، ومن الممكن بعد ذلك تطوير صكوك اختيارية، أي تشتمل على خيار واحد أو أكثر مدمج في بنود العقد. بناءً على الهيكلة الكلاسيكية للصك، يمكن دفع الصكوك الاختيارية مسبقاً أو تحويلها إلى أسهم أو حتى استبدالها.<sup>3</sup>

**الفرع الثاني: المشتقات المالية الإسلامية**

تعتبر المشتقات المالية من منتجات الهندسة المالية ووسيلة فعالة جداً للتحوط وإدارة المخاطر التي قد تواجه المستثمرين، فهي محرمة شرعاً لقيامها على أمور ترفضها الشريعة الإسلامية كالميسر والغرر. لكن يمكن من خلال الهندسة المالية الإسلامية إيجاد بدائل للمشتقات المالية تحقق نفس المزايا، وتكون متوافقة مع توجيهات الشريعة الإسلامية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> علام عبد النور، صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام، رسالة ماجستير، سطيف، 2012، ص 44.

<sup>2</sup> قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفافس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية" الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية"، 2014، ص 06.

<sup>3</sup> Paul-Olivier KLEIN, LES SUKUK OPTIONNELS, Les Cahiers de la Finance Islamique, N°7, 2014, page 105.

<sup>4</sup> سعدي هاجر؛ لعلام لامية، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية العقود المركبة نموذجاً، مؤتمر دولي، 2014، ص 13.

**أولاً - الخيارات الشرعية:** إن الناظر للخيارات الشرعية من منظور اقتصادي يرى فيها بكل تأكيد أدوات تحوطية قل نظيرها، تساعد على تقليل مخاطر عدم تناظر المعلومات إلى أقل قدر ممكن لإدراك الطرف الأقوى أن أمام الطرف الآخر إمكانية التراجع عن الصفقة بعد أن يتوفر له كم إضافي من المعلومات حول الصفقة، والخيار هو أن يكون للمتعاقدين أو أحدهما الخيار بين إمضاء العقد أو عدمه وذلك بفسخه عند تحقق شروطه.<sup>1</sup> والاختيارات لا تتدرج في العقود المالية المباشرة لتمليك وتملك السلع، ومع ذلك تجعل من الإرادة محلاً للتعاقد، فهي تقوم على الاعتياض عن إعطاء حق الشراء أو حق البيع وهي حقوق غير مالية، ولا تجيز الشريعة أن تكون محلاً للمبادلة الرضائية الحقيقية ولو اتجهت إليها إرادة بائع حق الاختيار ومشتريه، فهذا الرضا لا قيمة له لأنه يفقد معنى المتاجرة، والبدايل الشرعية للخيارات المالية تتمثل في<sup>2</sup>:

**1 - خيار الشرط:** أو ما يسمى في القوانين " الشرط الفاسخ " وذلك بأن يدخل الشخص في العقد اللازم (البيع أو الإجارة أو الاستصناع) ويشترط لنفسه حق الفسخ بإرادته المنفردة خلال مدة معلومة وهذا يحقق مطلب التروي والتحوط في الحصول على سلعة يأمل الربح منها.

**2 - البيع مع العربون:** هو مبلغ من المال يدفعه المشتري للبائع ليتمتع بحق العدول عن العقد، فإن إختار اللزوم كان العربون من الثمن ( العربون يحسب من الثمن ) وإلا فهو للبائع. من التعريف السابق لبيع العربون يتبين أنه بيع يثبت فيه الخيار للمشتري فإذا أمضى البيع كان العربون جزءاً من الثمن، وإذا رد البيع فقد العربون، فهو خيار شرط يقابله مال في حال الرد، وهذا الخيار للمشتري وحده. إذن فالعربون هو خيار شرط يقابله مال، وهو ثمن الخيار أو ثمن حق النكول يستحقه البائع مقابل ضرر التعطل والانتظار و تقويت الفرصة في صفقة أخرى، والعربون في الفقه الإسلامي، خيار للمشتري فقط أما العربون في القانون الوضعي فهو خيار للمشتري و البائع سواء.<sup>3</sup> وهو لا يخلو عن خيار للمشتري يعطيه حق الفسخ، ولكنه يخسر المبلغ المعجل (غالبا) باسم العربون، للتعويض عن البائع الذي حبس سلعته من السعي لبيعها لآخرين غير المشتري مع حق العربون، ومن شرط العربون تحديد المدة، واحتفاظ البائع بمحل العقد الذي فيه عربون، فليس له التصرف فيه، كما أن حق العربون ليس قابلاً للتداول.

**3- العقود الآجلة في اطار عقد السلم:** من أوجه التكييف الشرعي للعقود الآجلة هي عقود السلم، فإذا ما كانت السلعة مباحة والعقود أو الأسهم المتداولة تمثل شركات مشروعة في هذه الحالة هي أشبه ما تكون بعقود السلم الجائزة شرعا.

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، لدائرة الشؤون الإسلامية، دبي، الطبعة الأولى، 2015، ص 65.

<sup>2</sup> عبد الستار أبو غدة، ضوابط و تطوير المشتقات المالية في العمل المالي، مؤتمر الهيئات الشرعية، 2009، ص 06.

<sup>3</sup> نعيمة بارودي وارسليم موالدي، بين الهندسة و إعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقوداً شرعية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014، ص 124.

**4- العقود المستقبلية في إطار عقد الاستصناع:** من أوجه التكييف لعقود المستقبلية اعتبارها في إطار عقد الاستصناع، حيث يعرف هذا الأخير بأنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، وتكون العين المصنوعة ومادتها الأولية من الصانع ويكون هذا المعقود عليه هو العمل فقط لأن الاستصناع طلب الصنع وهو العمل.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: الأدوات المركبة

يقصد بالعقود المركبة مجموعة العقود المالية المتعددة التي يشتمل عليها العقد أو الصفقة على سبيل الجمع أو التقابل، بحيث تعتبر موجبات تلك العقود المجتمعة، وجميع الحقوق والالتزامات المترتبة عليها جملة واحدة، لا تقبل التفريق أو التجزئة، بمثابة آثار العقد الواحد. قد يكون اجتماعها في منظومة عقدية متعاقبة المراحل تهدف إلى تحقيق غرض تمويلي محدد اتجهت إرادة المتعاقدين وقصدهما إلى تحقيقه. ويراد بالعقود المالية المركبة أيضاً، تلك الاتفاقيات التي تجتمع فيها عناصر مستمدة من أكثر من عقد، مع ترابط تلك العناصر بطريقة لا يتحقق مقصود الطرفين من الاتفاقية المذكورة إلا بوجودها جميعاً. وهذا يعني أن عناصر العقود لا يمكن فصلها عن بعضها البعض، بل إن أي محاولة لفصل بعضها عن البعض ربما أدى إلى إنتفاء المقصود منها، وهي ربما حدثت في نفس الوقت، وبطريقة لا يكاد يظهر أي واحد مهو ما هو المقصود بعينه في تلك اللحظة.<sup>2</sup> وفيما يلي أهم أنواعها:

**(1) بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة:** يقوم هذا النموذج على إعادة هندسة بيع المرابحة للأمر بالشراء من خلال عقد المشاركة كما يلي:

-يقوم التاجر الذي ينوي تخصيص جزء من مبيعاته لتكون بالتقسيط بفتح حساب لدى المصرف الإسلامي ، ويقوم المصرف كذلك بإيداع مبلغ مماثل أو يزيد كحصة المصرف في حساب المشارك؛  
-يقوم التاجر بعملية البيع بالتقسيط ونقل الملكية وكل ما يتعلق بالأمور الفنية لبضاعته، ويتولى المصرف متابعة الأقساط والتسديد وكافة الأمور المالية؛  
-الأرباح التي يجنيها هذا الحساب المشترك توزع بين التاجر والمصرف بالاتفاق.

**(2) المغارسة المشتركة:** تقوم فكرة هذا النموذج على تملك المصرف الإسلامي للأراضي الصالحة للزراعة، على أن يتفق مع أصحاب التخصص في المجال الزراعي المتعلق بغرس الأشجار المثمرة، حيث وبعد إجراء الدراسة اللازمة لمعرفة مدى ملاءمة غرس الأشجار المثمرة، يتم الاتفاق بين الطرفين على غرسها مع تملك الخبراء جزءاً من الأرض، وحصولهم على جزء من المحصول ومن الأشجار.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد أمين خنيرة؛ حنان على موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية واقع و تحديات، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد12 ، ص 651-652.

<sup>2</sup> جمال لعمارة، المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014، ص 10.

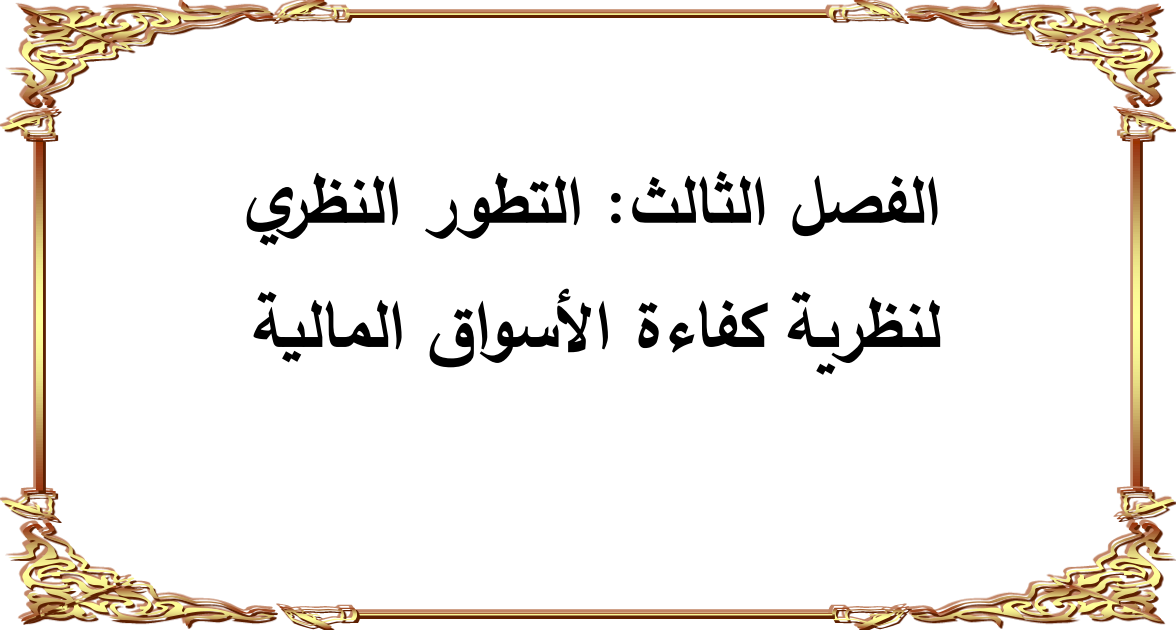
<sup>3</sup> شرفي سارة؛ لعمش أمال، أهمية منتجات الهندسة المالية في الصناعة المصرفية الإسلامية، مؤتمر دولي، 2014، ص 12.

## خاتمة الفصل:

تؤدي سوق الأوراق المالية دورا مهما على مستوى اقتصاد كل دولة، من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية. غير أن هذه الأسواق لا تعمل بالكفاءة المطلوبة، إذ أصبح تعرض هذه الأسواق لأزمات مالية أمرا متكررا، و كل مرة تكون أكثر حدة ولأطول مدة، ويعد السبب الأساسي في ذلك طبيعة الأوراق المتداولة في هذه الأسواق ( أوراق ذات مخاطر متفاوتة) وكذا الإجراءات المنظمة لها.

و بما أن البورصة صورة حديثة لتطور الاقتصاد، بل وضرورة حتمية لتمويل المشاريع الاقتصادية، غير أنها تعتمد على مبادئ وضعية لا تتفق في كثير من الأحيان مع مصلحة الفرد المسلم، فكان من الضروري التفكير في إنشاء بورصات إسلامية يتم فيها تداول منتجات تقوم على أسس الشريعة الإسلامية سواء في بلاد إسلامية أو غير إسلامية.

حيث تساهم المنتجات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة الأسواق المالية من خلال التداول بسعر عادل وعائد ملائم، كما تعمل على تفادي الاختلافات الموجودة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية من خلال توفير المعلومات اللازمة بشكل دقيق، متساوي وكاف والافصاح التام وكذا الخلو من الغرر، التحكم في الأسعار والاحتكار وخاصة حماية مصالح المستثمرين، الأمر الذي يدفعنا إلى التعمق أكثر في مفهوم كفاءة الأسواق المالية.



الفصل الثالث: التطور النظري  
لنظرية كفاءة الأسواق المالية

## الفصل الثالث

### التطور النظري لنظرية كفاءة الأسواق المالية

#### تمهيد

لقد مر الفكر المالي بخمس نظريات رئيسية في أسواق المال وهي نظرية المحفظة (نظرية التنوع)، نظريات ( نماذج ) تسعير الأصول الرأسمالية، نظريات الهيكل التمويلي للمنشأة، نظريات السلوك المالي ونظرية كفاءة أسواق المال. وتكتسب نظرية كفاءة الأسواق أهميتها في ضوء اعتبارها حجر الزاوية لبناء باقي نظريات الفكر المالي، وتعددت الأبحاث والدراسات التي إهتمت بها، ويعد تحديد مستوى كفاءة سوق رأس مال هو الأساس الذي يعني باختيار أنسب المداخل لاختيار وتسعير وتقييم الأوراق المالية، وذلك في ضوء دراسة العلاقة بين كلا من أسعار الأوراق المالية -بصفة عامة والأسهم العادية بصفة خاصة - من جانب وبين البيانات والمعلومات من جانب آخر. لكي تقوم الأسواق المالية بدورها الاقتصادي في جذب الاستثمارات وتوفير بدائل تمويلية، يجب أن تتسم بالكفاءة على مستوى التسعير والتشغيل، وتعكس أسعار الأسهم المتداولة فيها جميع المعلومات المتوفرة بدون فاصل زمني، حيث يصبح السوق المالي بمثابة لعبة عادلة ينتج عنها أسعاراً توازنية تعكس قيماً حقيقية للأوراق المالية المتداولة فيه، وفي ضوء ذلك تم الاعتماد علي قياس وتقييم مستوى كفاءة الأسواق المالية على المستوى الكلي للسوق، وذلك اعتماداً علي المؤشرات الرئيسية لتلك الأسواق، وعلى هذا نجد أن طبيعة تكوين المؤشر تؤثر على موضوعية عملية القياس، حيث تتضمن مؤشرات الأسواق المالية أنواع مختلفة منها.

وبهذا أصبحت دراسة كفاءة الأسواق المالية قضية ملحة وذات أهمية وخصوصاً وفق مقتضيات جذب الاستثمار وآليات التمويل، إذ يمكن اعتبار قضية كفاءة سوق المال من القضايا التي أثارت جدلاً واسعاً بين الباحثين والمهتمين وما صاحبها من نتائج مؤيدة وأخرى معارضة لنظرية الكفاءة. الأمر الذي استوجب من خلاله البحث في كفاءة أسواق المال بغية الوصول إلى نتائج قد تقدم لنا بعض الرؤى حول كفاءتها، لذلك تم تقسيم هذا الفصل كما يلي:

المبحث الأول: العناصر الأساسية لتحقيق نظرية كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الثاني: الاتجاهات الحديثة في نقد نظرية كفاءة الأسواق المالية.

## المبحث الأول: العناصر الأساسية لتحقيق نظرية كفاءة الأسواق المالية

إن مصطلح الكفاءة مصطلح واسع الانتشار وتم استخدامه في العديد من المجالات العلمية والاجتماعية وكذا الاقتصادية، كما تم استخدامه في قياس كفاءة المؤسسات الاقتصادية من أجل زيادة الانتاجية وكذا في الأسواق المالية وهذا من أجل الرفع من عوائد المستثمرين وتحسين أداءهم وكأسلوب يتم من خلاله إعطاء صورة على مستورى ومكانة السوق المالي، كما اعتمد المحللون الاقتصاديون على العديد من الأساليب الإحصائية لمعرفة سلوك أسعار الأصول المالية والتنبؤ باتجاهها في المستقبل وذلك للقيام ببيع أو الاحتفاظ وإما الشراء بسعر يمكنهم من جني عوائد مالية أو الاحتفاظ برؤوس أموالهم وتجنب الخسائر، وكل هذا يعتمد على حجم ونوع المعلومات المتوفرة لدى كل مستثمر وكذا نظرته إلى مستقبل السوق. نحاول في هذا المبحث التطرق لأهم العناصر المتعلقة بنظرية كفاءة الأسواق المالية من مفاهيم ومواضيع ذات الصلة.

### المطلب الأول: مدخل عام لنظرية كفاءة الأسواق المالية

لمعيار الكفاءة وزن مهم في أدبيات الأسواق المالية، فعلى أساسه يتم تقييم أداء هذه الأسواق وفق قدرتها وسرعتها على عكس المعلومات الضرورية للمستثمرين في أسعار الأسهم، وبالتالي عدم إمكانية تحقيق المستثمرين لعوائد غير اعتيادية.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الكفؤة

ترتبط أصول فرضية كفاءة الأسواق بعمل Paul Samuelson من خلال تحليل الاقتصاد الجزئي، حيث قدم Samuelson في عام 1965 دليلاً رسمياً، وإن كان عاماً، على طبيعة السوق الكفؤ (Samuelson, 1965). على وجه الخصوص، فإنه يؤكد العشوائية في أسعار مثل هذا السوق.<sup>2</sup> سنحاول من خلال هذا المحور توضيح المفهوم العام لكفاءة السوق المالي وكيف تعمل الكفاءة على تحديد معدلات العائد الملائمة لمستويات المخاطرة المنطوية في الأوراق المالية وبالتالي تعديل الأسعار لتعكس قيمها العادلة هذا ما يحد من المضاربات التي ترفع أسعار الأصول المالية إلى مستويات لا تعكس قيمها مما ينشأ فقاعات مالية تعد من الأسباب الرئيسية لحدوث أزمات.<sup>3</sup>

### أولاً - مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تعددت التعريفات التي وضعها الباحثون عن سوق الأوراق المالية الكفؤة إلا أنها تحمل جميعها تقريباً نفس المعنى، فقد عرف ديلكوي السوق ذات الكفاءة بأنها " السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها ". ويلاحظ وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية وبصفة خاصة

<sup>1</sup> شقيقت عيسى وأزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016، ص 50.

<sup>2</sup> Gregory Franck MOSCATO, Intelligence économique et modelisation financière : mise en oeuvre d'un outil pour les projets d'entreprises, these de doctorat, UNIVERSITÉ PARIS-EST, 2008, page 85.

<sup>3</sup> حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، 2009، ص 07.



الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بهذه الأوراق مما أثار إهتمام الكثيرين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو الدراسات التطبيقية، وكان من نتيجة هذه الدراسات إستخلاص نتائج تؤكد مثل هذه العلاقة وتأثيرها على سوق رأس المال، وتسمية هذه العلاقة بكفاءة سوق رأس المال.<sup>1</sup>

كما أن عمليتا الإقراض والاقتراض تأثر في سوق رأس المال، وبالتالي يتوقف تخصيص الموارد على مدى كفاءة هذا السوق، حيث يعتمد المنتج على معدل الإقراض والاقتراض في السوق في تحديد معدل العائد على المشروع وتكلفة الفرصة البديلة ويتم التخصيص بكفاءة عندما تتساوى الأسعار في السوق مع المعدل الحدي للعائد لكل من المنتجين والمدرخين. وتخصيص الموارد في السوق الكفاء للمدخرات النادرة يكون تخصيصاً أمثل لأنه يوجه الموارد نحو الاستثمارات المنتجة مما يعود بالنفع على كل المتعاملين في السوق وكذلك علي الاقتصاد.

تعتبر المعلومات في سوق رأس المال المدخل الرئيسي لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزي لمفهوم الكفاءة وتعرف كفاءة سوق رأس المال: " أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة "، ويشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي :

- التأثير الكامل: يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع ومن ثم تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.
- جميع المعلومات متاحة: يفترض مفهوم كفاءة السوق أن كل المعلومات الموجودة متاحة وتتعكس على الأسعار متضمنة المعلومات الماضية وكذلك المعلومات في الحاضر والمستقبلية مثل توقع المستثمرين انخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار في الوقت الحاضر.
- السرعة والدقة: ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة مع معرفة المعلومات الجديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، الأمر الذي يؤدي إلى هبوط الخطأ في القيم المتوقعة ولا يعنى هذا أن السعر الجديد يعكس دائماً سعر التوازن الجديد لكنه فقط يكون سعراً عادلاً للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات. كما لا يوجد في السوق الكفاء فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول إلى نتائج بخصوص سعر الأوراق المالية.<sup>2</sup>

كما تعرف بأنها تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المؤسسة على أسعار أوراقها المالية، أو هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماماً لقيمتها الحقيقية وتتحول بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها.<sup>3</sup> يعد السوق الكفاء حسب كل من فرنسيس و ساميليس و رولكس هو سوق يحقق تخصصاً كفاء للموارد الإنتاجية، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية. ويرى كل من 'Lorie' و 'Fama Brealey' أن السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في

<sup>1</sup> نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، رسالة ماجستير، جامعة غزة، 2007، ص 36.

<sup>2</sup> ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 32-33.

<sup>3</sup> خالد أحمد فرحان المشهداني، ، رند عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2013، ص 26

جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقييم الأوراق المالية. بالإضافة إلى ذلك فقد أشار كل من "Rose" "Demong" "Kolb" "Keane" "Gup" "Archer" إلى أن السوق المالي الكفاء هو الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقييم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة لجميع المقترضين والمدخرين وبأقل تكلفة. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه وعلى الرغم من توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحدقة بهم تماماً.<sup>1</sup>

فوفقاً لمفهوم كفاءة السوق المالي يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، يكون من شأنها تغيير نظرتهم إلى المنشأة المصدرة للسهم، وحيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية وتتجه صعوداً مع الأنباء السارة وهبوطاً مع الأنباء غير السارة التي تصل للسوق فجأة وبدون سابق إنذار.

وبناءً على ما سبق فإن سعر السهم في السوق الكفاء (Efficient market) يعكس كافة المعلومات المتاحة عنه سواء تمثلت تلك المعلومات بالقوائم المالية أم بمعلومات تبثها وسائل الإعلام أم بالسجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أم بتحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة أم بغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأنه في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.<sup>2</sup>

وتتنص نظرية كفاءة السوق المالي على أن أسعار الأوراق المالية في السوق مقيمة بسعرها العادل، وأن عائدها المتوقع يساوي عائدها المطلوب. وكذلك وعند أي لحظة زمنية، فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المنشورة المتوفرة عن الشركات وأوراقها المالية، وأن هذه الأسعار تتفاعل مباشرة مع المعلومات الجديدة. إضافة إلى ذلك، فإن هذه النظرية تنص على أنه لا يوجد حاجة للمستثمرين في هذه السوق إلى تضييع وقتهم في محاولة إيجاد الأوراق المالية المقيمة بأكثر أو أقل من قيمتها الحقيقية.<sup>3</sup>

**ثانياً - خصائص السوق المالي الكفاء:** تتسم السوق الكفاء بالخصائص التالية :

1. **السيولة:** تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة. أي المقدرة على بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغيير السعر. والأصول السائلة هي التي

<sup>1</sup> زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الاسواق المالية، ص 38.

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى وليد احمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد التاسع عشر، 2009، ص 16.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الأردن، 2010، ص 192

تكون قابلة للتسويق بسرعة فإذا قلت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه. وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات ، لعل أهمها :

- طرح الأسهم للاكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام للأسهم إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول السهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.
- تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يساعد المستثمرين باستمرار في الحصول على معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن توفير معلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل مستمر، الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المسجلة بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.
- إصدار الأوراق المالية بقيمة إسمية صغيرة، ومن شأن ذلك أن يجذب شريحة عريضة من المستثمرين من ذوى الموارد المالية المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلي تزايد الاقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، ويؤدي ما تقدم إلى تشجيع صناع السوق على قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين. ويفسر ماتقدم قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة تداولها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.<sup>1</sup>

2. **استمرارية السعر:** تعتبر أحد المكونات الرئيسية لسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

3. **عمق السوق:** تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة DEEP MARKET هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدني من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فور التداول الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية (السوق لا تحتاج إلى تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية لجذب المتعاملين مستثمرين ومضاربين) وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد إلى خاصية العمق بأسواق ضحلة SHALLOW MARKET ، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن أسعار الأوراق المالية لا تختلف إلا قليلا من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي

<sup>1</sup> عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص - ص: 165 - 166.

الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة. ولا شك أن وجود وسائل إتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من استمرارية التعامل.

4. **شمولية السوق:** تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغيرا فإن السوق تكون ضيقة.

5. **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيرا ويتم إنجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيرا.

6. **تكاليف التداول:** لا يمكن للأسواق أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بتكلفة معقولة، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فورا. وبالتالي هناك علاقة عكسية بين الكفاءة وتكاليف التداول.<sup>1</sup>

7. **سرعة استجابة السوق:** يقصد باستجابة السوق Resiliency القدرة على معالجة أي اختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، مما يقلل من تردده في بيعها، كما يضمن عدم انتظار المشتري المحتمل للورقة لفترة لاحقة لشرائها بسعر أقل. وتتطلب تلك الخاصية توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

وبناء على الخصائص السابقة يمكننا النظر إلى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية كعبة عادلة للمتعاملين بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: متطلبات السوق المالي الكفاء

إن السوق المالي الكفاء هو الذي يخصص تخصيصا كفوًا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين هما:

- الدور المباشر: ويقوم هذا على حقيقة مفادها أن المستثمرين عند قيامهم بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشتركون عوائد مستقبلية، وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف

<sup>1</sup> Philippe Gillet, l'efficience des marches financiers, ECONOMICA, Paris, 1999, page 25.

<sup>2</sup> لطيف زيود وحسان قيطيم ونعم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 01، 2007، ص 184.

تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

- الدور غير المباشر: أما الدور غير المباشر فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، ما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض من المؤسسات التي لا يتوافر لها فرصة مواتية للاستثمار لصعوبة إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر السهم، ما يعني حصيلة إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال، وإذا لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مكمل، فسوف يكون بسعر فائدة مرتفع.
- إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة فرض الإستفادة منها وتكاليف الحصول عليها.<sup>1</sup> ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم أن تتوافر في السوق سمتين أساسيتين هما:

#### أولاً- كفاءة التسعيرية Price Efficiency:

يطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية External Efficiency ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة Fair Game Market فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين .

إذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعباً في هذا السوق، إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل. فقد يمني مستثمرا عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة، نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته. كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، غير أن هذا يحدث في لدى فئة قليلة من المستثمرين ولمرات معدودة. فالسوق الكفء لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب آخرين، لأن أي وسيلة للكسب المميز - في أي مجال من مجالات الحياة - تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

إن الكفاءة الخارجية أو كفاءة التسعير هي ما تتجه إليه الأذهان عند الكلام عن كفاءة الأسواق المالية وأهم عامل في تعزيز كفاءة السوق المالية التسعيرية هو سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوافرة أو التي يجب معرفتها وينتج عنها سرعة تأثير على أسعار الأسهم لأنه لا يمكن التنبؤ

<sup>1</sup> بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، قسنطينة، 2012، ص 56.

بأسعار الأسهم في حالة السوق ذات الكفاءة، فهذه الأسعار لا تسلك نمطا معيناً بل تسير سيرا عشوائياً Random Walk، فمن علامات كفاءة السوق التسعيرية عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار التي ستسود مستقبلاً حتى ولو قام المستثمر بعمل جميع أنواع التحاليل المالية أو الإحصائية سعياً وراء ذلك.

تكون السوق ذات كفاءة في الحالة أن كل المعلومات المتوفرة والمتاحة قد انعكست على أسعار الأسهم. وبذلك فإن المستثمر لن يتمكن من خلال استخدامه لأية تحاليل أو استراتيجية استثمارية من تحقيق عوائد إضافية (غير عادية) بعد الأخذ بعين الاعتبار تكلفة التداول وتكلفة المخاطر.<sup>1</sup>

### ثانياً - الكفاءة التشغيلية Operational Efficiency:

يطلق عليها الكفاءة الداخلية Internal Efficiency، والكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وهي أول ما يتبادر إليه الذهن عند ورود مصطلح الكفاءة مجرداً وبدون أي صفة في مجرى الحديث وهي تحقيق النتائج أو إنجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف، أما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية فنجد أنها وعلى وجه الخصوص تعني أن التعامل في الأسواق المالية يتم بتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة وهذا معناه أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع (أو المشتري) إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية تكون منخفضة نسبياً هذا أولاً، أما ثانياً فهو أن تتم عملية البيع (أو الشراء) وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضاً توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتر جاهز للشراء أمام كل أمر بيع، وهذا ما يساعد كثيراً على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية. فالسوق ذات الكفاءة الداخلية هي السوق التي توفر الأموال وتوجهها بسرعة إلى مشروعات الأعمال الناجحة وفي نفس الوقت تحقق للمستثمرين بها أرباحاً رأسمالية نتيجة لارتفاع أسعار استثماراتهم في تلك السوق. والكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كان السوق أكفأ داخلياً.

بما أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا تكاليف باهظة، فهذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة عادلة، فالجميع لهم فرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم تحقيق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.<sup>2</sup>

يعني تحقيق السوق لهذا النوع من الكفاءة في الحقيقة تمهيد الطريق أمام تحقيقها كفاية التسعير لاعتماد هذه الأخيرة في تحقيقها على مدى تحقيق كفاية التشغيل. وكلما كانت تكاليف المعاملات في مستوى أدنى كلما شجع ذلك مجموع المستثمرين على بذل جهد أكبر في البحث عن المعلومات والبيانات الجديدة وتحليلها لإحداث تغيير في سعر الورقة المالية. لذلك كلما كانت تكلفة المعاملات أكبر كلما كان المستثمر في مقارنة دائمة بينها وبين العائد الذي يحصله نتيجة ورود معلومات جديدة إلى السوق.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> زيان رمضان و مروان شمو، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2014، ص 199.

<sup>2</sup> مزبود ابراهيم وبلحياي خديجة، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST، مجلة معارف، العدد 22، جوان 2017، ص 313.

<sup>3</sup> حسان خبايا، اختبار فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة في بورصة دبي للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 09، العدد 01، 2011، ص 17.



**ثالثاً - الكفاءة التنظيمية Organization Efficiency:**

تحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر الآتية:

- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق، إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته (السوق) إذ تحدد خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونها لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفايدي عمليات الاكتتاب الوهمية لأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفعل لأسعار الأسهم.
- تنظيم مهمة الوساطة، إذ يؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض وطلب الأسهم لتفايدي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه.
- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها، إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال.
- الرقابة الفعالة من لدن الأجهزة الفنية المختصة، إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة وفي الوقت المناسب لأعمال السوق.

**رابعاً - الكفاءة الفنية Technical Efficiency:**

تحدد الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الآتي:

- تعدد أدوات الاستثمار، وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم أساساً للتعامل لتفايدي كثير من الأزمات والهزات الاقتصادية، لما يوفره ذلك من توزيع لمخاطر الاستثمار، على الرغم من إن المستثمر يفضل عادة التعامل مع الأسهم نظراً لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تحققها لحاملها، إلا إنه لا يجب الاقتصار على التعامل فيها والاستثمار في أدوات أخرى (كالسندات وشهادات الاستثمار وأدوات الخزنة... الخ).
  - العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول، إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم .
  - الأمان، ويقصد به توفر الحماية ضد المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها المستثمر .
- يتضح لنا من خلال استعراضنا لسمات كفاءة السوق المالي أن كلا من كفاءة التسعير والتنشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على استمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ومن خلال وجود نظام كفاء وفعال للمعلومات المحاسبية تظهر المراكز المالية الحقيقية للشركات التي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه استثماراته نحو الأصول الأكثر ربحية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2010، ص 212.



## الفرع الثالث: أنواع كفاءة الأسواق المالية

إن لكفاءة سوق المال شقان : نظري تمثله " الكفاءة الكاملة أو التامة" وأخر عملي أقرب إلي الواقع تمثله " الكفاءة الاقتصادية "، ويتجلى الفرق بينهما في مقدار الفاصل الزمني بين لحظة تدفق المعلومات وانعكاسها على السعر، فالكفاءة التامة تشترط عدم وجود فاصل زمني، في حين أن الكفاءة الاقتصادية "الواقعية" تقرر بوجود فاصل زمني، قد يطول وقد يقصر ويمكن للسعر من خلاله أن يبتعد مؤقتاً عن القيمة الحقيقية، كما قد يتاح لبعض المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية، وعلى هذا الشكل تكون السوق أكثر كفاءة كلما زادت قدر على تقليص ذلك الفاصل الزمني.

## أولاً- الكفاءة الكاملة Perfectly Efficient

يمكن القول بأن السوق الكفاء هي تلك التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى البورصة وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. وهذا يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر شروط متعددة.<sup>1</sup>

وعليه، حتى تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي يجب توفر مجموعة من الشروط أهمها:<sup>2</sup>

- إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية وهذا يجعل جميع توقعات المحللين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات.
- تحييد القيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث يقوم المستثمر ببيع وشراء أي كمية من الأسهم ومهما صغر حجمها بسهولة.
- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار.
- تمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة. لكن هذه الشروط بعيدة نوعاً ما عن التحقق في الواقع، بالنسبة للشرط الأول يؤكد الواقع على أن المعلومات يمكن أن تتاح للمستثمر لتحليلها. كما لا ننكر احتمال قيام أحد أعضاء مجلس إدارة إحدى المنشآت بتزويد بعض أقاربه أو أصدقائه بمعلومات عن المنشأة المعنية، يمكنهم بمقتضاها تحقيق نوع من السبق على غيرهم من المستثمرين، غير أننا ينبغي أن ننتبه أن عدد هؤلاء لا بد وأن يكون صغيراً، وأن السواد الأعظم من المعلومات يمكن أن يصل إلى جمهور المستثمرين بسرعة كبيرة خاصة في ظل تقدم سبل الاتصال.

<sup>1</sup> زهير غراية وعبد القادر بريش، تقييم المشتقات المالية وبناء محافظ التحوط، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 10، العدد 19، ص 161.

<sup>2</sup> مونية سلطان، مرجع سابق الذكر، ص 76.

بل ويضيف راد كليف (Radclif, 1982)، أنه إذا كان هناك مجموعة من أقارب أو أصدقاء أعضاء الإدارة يمكنهم الحصول على معلومات، أو يمكنهم أن يستعينوا بخدمة بيوت السمسة الكبيرة أو مكاتب البحوث والدراسات ذات السمعة وذات تكاليف زهيدة، فهذه البيوت والمكاتب وسائلها في الحصول على معلومات مماثلة إما من خلال العاملين بالمنشأة المعنية أو من خلال دراسات وتحليلات عميقة تقوم بها. وكنتيجة لذلك سوف يتساوى الجميع، ولن يتمكن المستثمر الذي تربطه علاقة قرابة أو صداقة بأعضاء مجلس الإدارة أن يحقق سبقا على غيره من المستثمرين.<sup>1</sup> أما بالنسبة للشرط الثاني فإنه كما سبقت الإشارة، توجد تكاليف المعاملات كما توجد ضرائب إضافة إلى تكاليف أخرى. ليس هذا فقط بل وأن الضرائب قد تقف حائلا دون إبرام بعض الصفقات، ولا تعد الضرائب هي الحائل الوحيد، فهناك العديد من القوانين التي تفرض قيودا على إبرام بعض الصفقات، ومن أمثلتها تلك التي تتعلق بالشراء النقدي الجزئي والبيع على المكشوف، يضاف إلى ذلك وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يمكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر. ومع هذا يعتقد راد كليف أن تكلفة المعاملات تعتبر ضئيلة إلى الحد الذي لا يمكن معه أن تعتبر حائلا ل إبرام الصفقات، وأن الضرائب والقيود التي تفرضها التشريعات لم يثبت الواقع أن لها أثرا ملموسا على حركة التعامل في أسواق المال. و إذا ما انتقلنا إلى الشرط الثالث الذي يقضى بتوافر عدد كبير من المستثمرين، حيث يؤكد فرنش وفرانكس وزملائه على أن صفقات ضخمة تتضمن الألاف من الأسهم تبرم يوميا لأغراض مختلفة، دون أن يكون لذلك أثرا ملموسا على سعر السهم محل التعامل. أما الشرط الرابع وهو الذي يقضى بأن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة من موارده المتاحة، فهو شرط مقبول، حقا هناك بعض المستثمرين الذين قد لا يسعون إلي تحقيق هذا الهدف، إلا أن السواد الأعظم من المستثمرين يضع هذا الهدف نصب عينيه، عندما يتعامل في أسواق المال.

### ثانيا - الكفاءة الاقتصادية Economically Efficient

بعد استعراض شروط السوق الكامل ومناقشتها يبدو أن الكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر في أسواق رأس المال أو أي سوق أخرى، إذ من المستحيل تحقيق الكمال في ظل الشروط الثلاثة الأولى، وفي هذه الحالة ليس أمامنا سوى التمسك بالشرط الرابع - بإعتباره المحور الأساسي لكفاءة السوق - والذي يقضي بأن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة، وأنه دائما في سباق مع الآخرين للحصول على المعلومات التي تساعد في بلوغ ذلك الهدف، وإذا ما قبل القارئ هذا الحد الأدنى من الشروط حينئذ نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية. ففي ظل الكفاءة الاقتصادية يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تتعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعنى أن القيمة السوقية لسهم قد تكون أعلى أو أقل من تكلفة قيمته الحقيقية لبعض الوقت. غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر أرباحا غير عادية خاصة في المدى الطويل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000، ص - ص: 207 - 208.

<sup>2</sup> شرقي كريمة، قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013 - 2014، ص 05.

### الفرع الرابع: فرضيات كفاءة السوق (EMH) Efficient Market Hypothesis

تلعب المعلومات دوراً هاماً في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم ينبغي تحديد مستوى كفاءة السوق، حيث أن الاختلاف في المعلومات يؤدي إلى الاختلاف في درجة كفاءة السوق، وبالتالي فإن السوق قد يكون كفاءً بالنسبة لنظام معين من المعلومات ولكنه غير كفاءً بالنسبة لنظام آخر، لذلك قام الباحثون مثل "Fama, 1970" بتقسيم الكفاءة إلى ثلاثة فرضيات مختلفة تتمثل في فرضية الصيغة الضعيفة، وفرضية الصيغة المتوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.<sup>1</sup>

#### أولاً - فرضية الصيغة الضعيفة The Weak Form Efficient Market Hypothesis:

يفترض المستوى الضعيف لفرضية كفاءة السوق الذي يسمى أيضاً بـ"نظرية الحركة العشوائية للأسعار" إن المعلومات التاريخية مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة) والتي تسمى بالمعلومات السوقية التاريخية التي جرت في الماضي سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين لا تؤثر في سعر السهم الحالي، ولا يمكن من خلالها تحقيق عائد غير عادي<sup>2</sup>، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها بعضاً ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار لأن التغير في السعر من يوم إلى آخر لا يسير على نمط واحد.<sup>3</sup>

لقد عمد أغلب الاقتصاديين إلى استخدام عدة أساليب لاختبار كفاءة السوق عند المستوى الضعيف، إلا أن أفضل الأساليب المستخدمة لاختبار كفاءة السوق المالي عند المستوى الضعيف هما اختباري جذر الوحدة لديكي فولر الموسع واختيار نسبة التباين، لأن نتائجهما تكون الأفضل ولا تشترطاً التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية، وفيما يلي نتطرق إلى أساليب وخطوات اختبار كفاءة الأسواق المالية:<sup>4</sup>

1- سلسلة الارتباط: تقيس سلسلة الارتباط 'Serial Correlation' or Auto - correlation معامل الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة معينة. وإذا ما كشفت نتائج تحليل تلك السلسلة عن وجود نمط للتغير في الأسعار، فإن هذا يعد بمثابة رفضاً لنظرية الحركة العشوائية للأسعار أو ما يطلق عليه بالصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق. كل هذا مع ملاحظة أننا نهتم بالمدى القصير وليس بالمدى الطويل. ففي المدى الطويل الذي يمتد لعدد من السنين، قد يكون هناك نمط معين لإتجاه الأسعار، إلا أن هذا يعد أمراً غير ذي موضوع. ذلك أن محور الاهتمام هو المدى القصير (يوم أسبوع أو شهر) الذي يسعى فيها المضاربين وبعض المستثمرين للتنبؤ بالأسعار المستقبلية بناءً على حركة الأسعار في الماضي وتحقيق أرباح تفوق ما يمكن أن يحققه مستثمرون آخرون.

<sup>1</sup> عزاوي اعمر والداوي خيرة، تقييم كفاءة الأسواق المالية: دراسة قياسية حالة لحالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، أدرار، العدد 26، 2013، ص 37.

<sup>2</sup> Mondher Bellalah, gestion de portefeuille, PEARSON EDUCATION, Paris, 2004, page 413.

<sup>3</sup> سليمان موصلي وحازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 02، 2013، ص 156.

<sup>4</sup> بالكور نور الدين، تحليل الكفاءة الاقتصادية لبورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الخامس، العدد الأول، جوان 2018، ص 612.

2. قواعد التصفية: يعترض البعض على مدخل تحليل الارتباط على اعتبار أنه أسلوب بسيط وغير كاف لإكتشاف الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون بديلا واقعا لإثبات صحة أو خطأ الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق، فالذين يعتقدون في تلك الصيغة عليهم أن يقدموا قواعد للمتاجرة أو التعامل تبنى على الحركة التاريخية للأسعار، ويمكن من خلالها للمستثمر أن يحدد توقيت أوامر الشراء والبيع بالشكل الذي يحقق له - بعد خصم تكلفة المعاملات - عائدا متميزا عن أقرانه الذين لا يتبعون مثل هذه القواعد، هذا ويطلق على هذه القواعد بقواعد التصفية Filtering Rules.

في هذا الصدد توجد أربعة مجموعات من قواعد التصفية التي أقترحها الباحثين، فالمجموعة الأولى تقوم على ارتفاعا في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا يعتمد على قرار الشراء، وان انخفاضاً في السعر بنسبة معينة يعد مؤشرا سليما لقرار البيع. أما المجموعة الثانية فهي قواعد الدورات والموسمية Market Cycles and Seasonally، ومن بينها تلك التي تقضى بأن الصيف هو موسم ارتفاع الأسعار والشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، ومنها كذلك ما يقضى بأن أسعار الأسهم تنخفض بوضوح في شهرى سبتمبر وأكتوبر مقارنة بباقي شهور السنة، وهو ما يسمى بتأثير الوقت، وبالطبع لو صح ذلك الإعتقاد فإنه يمكن لمن يتبعه أن يتخذ قرار الاستثمار المناسب في الوقت المناسب. أما المجموعة الثالثة والرابعة فهي المتوسط المتحرك، والقوة النسبية لسعر السهم.

3 - اختبار الأنماط الطارئة: من الانتقادات الموجهة إلى سلسلة الارتباط وقواعد التصفية أنهما قد يفشلا في إكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعريّة قد تكون عشوائية معظم الوقت، إلا أنها قد تأخذ من آن إلى آخر نمطا معيناً يمكن إقتفاء أثره، وللتأكد من مدي إمكانية حدوث ذلك يمكن استخدام اختبارات التغير في اتجاه الأسعار، التي تهدف إلى معرفة عدد المرات التي حدث فيها تغير في اتجاه الأسعار وطول الفترة في كل مرة، فالسلسلة التالية من الأسعار تكشف عن أن هناك 3 تغيرات سعريّة هي موجب ، صفر، سالب، حيث + س تعنى حركة سعريّة بالزيادة، - س تعنى حركة سعريّة بالإنخفاض كما تكشف كذلك عن تفاوت الفترة التي أمضاها كل تغير. فالتغير الموجب الأول أستمّر ثلاثة أيام متتالية، بينما لم يدوم التغير السالب غير يومين. + س، + س، + س، صفر، - س، + س.

إذا ما اتضح من تحليل ذلك الإختبار أن هناك تغيرات سعريّة (+، صفر، -) تحدث أكثر أو أقل مما هو متوقع من سلسلة الأرقام العشوائية في الأسعار، هذا ويوجد بالفعل أختبار أحصائي بذات الإسم Run Test يمكنه الكشف عن عدد مرات التغير في أي سلسلة من الأرقام، سواء كانت تلك السلسلة لسعر سهم معين، أو لقيم أحد مؤشرات الأسعار.<sup>1</sup>

تؤكد دراسات ميدانية عديدة استخدمت واحدا أو أكثر من المداخل الثلاثة (سلسلة الارتباط، وقواعد التصفية، واختبار الأنماط الطارئة) على مصداقية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق. هذا وبالطبع لا يعكس تأييدا مطلقا، وإلا لما كان هنالك وجود للفنيين Technicians or Chartists الذين يكرسون

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، ص 220.

جهودهم لإكتشاف أنماط في حركة أسعار الأسهم. ذلك أن هناك دراسات أخرى قد أثبتت أن حركة الأسعار ليست عشوائية، وإن كانت نتائجها قد تعرضت لانتقادات بسبب عدم دقة القياس مما نجم عنه إمكانية تفسير النتائج بأساليب بعيدة كل البعد عن مفهوم كفاءة السوق.

هذا وقد يكون من المناسب الإشارة إلى ما خلص إليه فاما (Fama 1970) الذي أعد مراجعة شاملة لدراسات سابقة لإختبار صيغة الفرض الضعيف، فلقد أشار إلى أن التغيرات السعرية في المستقبل لا ترتبط بالتغيرات السعرية في الماضي أو الحاضر. وبناء عليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير عادية، من جراء قيامهم بتحليل الحركة التاريخية للأسعار. هذا يعنى بالقطع تأييده لصيغة الفرض الضعيف، وبالطبع يدرك طلاب الإدارة المالية وأسواق المال أنه عندما تصل إليهم رسالة من باحث من أمثال فاما ومديغلياني وميلر، فإن عليهم أن يعطوها قدرها من الإحترام والعناية والإهتمام.

### ثانيا - فرضية الكفاءة شبه القوية **Semi Strong form Efficiency Market Hypothesis**:

تتمثل في عدم إمكانية تحقيق عوائد غير عادية بالاعتماد على المعلومات المتاحة للجمهور والمتمثلة في التقارير المالية للشركات والمؤسسات والبيانات الصادرة عن متخصصين في مجالات التمويل والاستثمار والمعلومات والتقارير الصادرة عن أسواق المال وغيرها من المعلومات المتاحة للجمهور في الصحف والمجلات المتخصصة. إذ يسود الاعتقاد وفق نظرية كفاءة الأسواق المالية أن كل هذه المعلومات المتاحة سواء كانت معلومات جيدة أو سيئة قد انعكست على الأسعار من خلال المتعاملين ولا يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالأسعار مستقبلاً وتحقيق عوائد غير عادية.<sup>1</sup>

في ظل استجابة هذا النوع لا يمكن لأي مستثمر حتى لو قام بالتحليل الأساسي، أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب آخرين لم يقوموا بهذا التحليل، لكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباحا غير عادية ينبغي عليه أن يدرك من البداية - أي منذ وصول المعلومات - الإستجابة الصحيحة للأسعار، أي أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات.

باختصار فإنه في ظل الفرض متوسط القوة لا ينبغي على مستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، فذلك المال المنفق وهذا المجهود المبذول لا طائل من ورائه ولن يحقق من ورائه عائد إضافي، وحتى إذا ما تحقق هذا العائد فقد لا يكون كافيا لتغطية ما تكبده من تكاليف إضافية. وقد أختبرت صيغة الفرض متوسط القوة بوسائل غير مباشرة، تمثلت في قياس استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات أو الإعلان عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض بنود القوائم المالية وما شابه ذلك. أما نتائج الدراسات في هذا الشأن فكانت دائما محل إختلاف. فمثلا بالنسبة للإعلان عن الأرباح أو التوزيعات أو الإشتقاقات كشفت بعض الدراسات عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة للمعلومات التي يتضمنها الإعلان، بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين، وهو ما يعد تأييدا لفرض السوق متوسط القوة.

<sup>1</sup> عز الدين مصطفى الكور، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية الليبي على المستوى الضعيف، ص 05.

في شأن الأسهم التي تطرح لأول مرة يعترف ميلر وريلي بأن سعر السهم الذي يطرح لأول مرة للجمهور يكون عادة أقل من قيمته الحقيقية، إلا أنهما قد كشفوا عن أن القيمة السوقية للسهم لا تلبث أن ترتفع لتصل إلى القيمة الحقيقية - التي تعكس المعلومات المتاحة وذلك بعد نفاذ الإصدار ربما بيوم واحد، وذلك عندما تتداول تلك الأسهم بين المستثمرين بعضهم البعض. كما كشفت الدراسة بيرس ورولى عن أن أسعار الأسهم تستجيب بسرعة وفي نفس اليوم للمعلومات الجديدة عن الشؤون الاقتصادية التي تصل إلى المتعاملين في السوق، وهو ما يعد تأكيدا لصيغة فرض السوق متوسط القوة. ليس هذا فقط بل أنه اتضح أن أسعار الأسهم لا تستجيب للإعلان عن معلومات اقتصادية متوقعة، وهو ما يعد تأييدا آخر للفرض المذكور. ذلك أن المعلومات المعلن عنها قد انعكست بالفعل على الأسعار، وذلك عندما كانت تلك المعلومات في عداد الأمور المتوقع الإعلان عنها.

من ناحية أخرى هناك دراسات كشفت عن أن الأسعار لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، وأن هناك فاصل زمني يعطى فرصة لإجراء تحليل لتلك المعلومات، بما يتيح لبعض المستثمرين أن يحققوا سبق ويجنوا أرباحا متميزة ولو إلى حد ما، بل وأكثر من ذلك دراسة ستیکل<sup>1</sup> (Stickel, 1991) قد كشفت عن أن أسعار الأسهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة، بل وأنها لا تعكس كافة ما هو متاح للجمهور من معلومات. ويبدو هذا بوضوح في حالة أسهم المنشآت الصغيرة الحجم التي سبقت الإشارة إليها، بما يعنى أن هناك فرصة متاحة لبعض المستثمرين لأن يحققوا أرباحا غير عادية. كذلك تؤكد دراسات عديدة على أن أسعار الأسهم تستجيب لمعلومات ليس لها علاقة من قريب أو من بعيد بأداء المنشأة المصدرة للسهم. مثال ذلك تأثر الأسعار بالمعلومات عن تعديل المعالجة المحاسبية لبعض بنود القوائم المالية أو بدخول السهم ضمن عينة أحد مؤشرات السوق وهو ما يعتبر بمثابة تأييد للفكر الذي يقوم عليه التحليل الفني ورفض لصيغة السوق متوسط القوة. كذلك، فإن كون الإصدارات الإضافية من أسهم المنشآت المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة أو إصدار الأسهم للمنشآت التي تحولت لأول مرة للطرح العام تباع بسعر أقل من القيمة الحقيقية للسهم تعد أيضا بمثابة رفض لنفس الصيغة.

### ثالثا - فرضية الكفاءة القوية Strong form Efficiency Market Hypothesis:

وفقا لهذا المستوى فإن المعلومات أي كان نوعها (عامة أو خاصة) سوف تتعكس في أسعار الأسهم والمستثمرين لا يمكنهم تحقيق عائد غير عادي<sup>2</sup>، وفي مثل تلك الأحوال لا يوجد معلومات داخلية للشركة حيث أن المعلومات متاحة للعامة والخاصة، أي تلك المعلومات المتاحة للجمهور إضافة إلى المعلومات التي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون من خلال ما يملكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، وفي ظل هذه الصيغة يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للأسهم.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 225.

<sup>2</sup> Gerard Savage, les marches financiers entre hasard et raison, edition su seuil, Paris, 1999, page 224.



مما يثير الانتباه فيما يتعلق بكفاءة السوق، هي أن عملية تحليل وتقييم المعلومات التي تصل إلى السوق من المنشآت المصدرة للأسهم لا تقيم أو تحلل من قبل حملة الأسهم بسبب صعوبة ذلك أو بسبب عدم القدرة في جمع تلك المعلومات، ولهذا فإن عملية التحليل لهذه المعلومات تهتم بها جهات تحليلية متخصصة مهمتها استلام المعلومات وتحليلها بشكل حيادي وتقديمها بشكل منشور إلى كافة المتعاملين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، ولهذا فإن الجهات التحليلية تتنافس فيما بينها لخدمة المستثمرين الحاليين والمستثمرين المتوقعين، هدفها الاستفادة مما تقدمه من خدمات.<sup>1</sup>

لقد اختبرت صيغة بطريقة غير مباشرة أيضا من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين وكبار العاملين وصناع السوق والمؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والتي يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على المعلومات، فأشارت نتائج تلك الدراسات إلى عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك الفئات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع استراتيجية اشترى واحتفظ.<sup>2</sup> وفي دراسة أخرى أضح عدم قدرة تلك المؤسسات حتى على التنبؤ باتجاه أسعار الأسهم في المستقبل، وهو ما يحمل في طياته عدم توفر ميزة خاصة لتلك المؤسسات يمكن من خلالها تحقيق أرباح غير عادية. بل ويضيف جانك Jahnke، أن السواد الأعظم من تلك المؤسسات إضافة إلى المنشآت المتخصصة في التحليل، لا تعطى إهتماما كافيا للتحليل الكمي للعائد والمخاطر، وهو ما يعنى ضعف قدرتها على تحقيق عائد متميز.

أما بالنسبة للمنشآت المتخصصة في التحليل والتي يعتقد أنه من خلال اتصالاتها وقدرتها الفنية يمكنها السبق في إمتلاك معلومات ذات قيمة قبل غيرها، فإن الدراسات قد كشفت أيضا عن عدم قدرتها على تحقيق أرباح متميزة، بل وأن قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للسهم لا تتسم بالدقة في كثير من الأحيان، ليس هذا فقط بل من الصعب عليها معرفة اتجاه الخطأ المحتمل في تقدير القيمة الحقيقية للسهم. ومع هذا فإن قدرة تلك المنشآت على تقديم استشارات لعملاء حققوا من ورائها أرباحا غير عادية قد يعتبره البعض بمثابة عدم إعتراف بصيغة الفرض القوي. وأخيرا فإنه بالنسبة للدراسات الخاصة بالعائد الذي يحققه كبار العاملين من وراء الإتجار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت التي يعملون بها، فتكاد تجمع على أن هؤلاء العاملين يحققوا بالفعل أرباحا غير عادية. ويمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

### 1. العاملین بالشركة : يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة

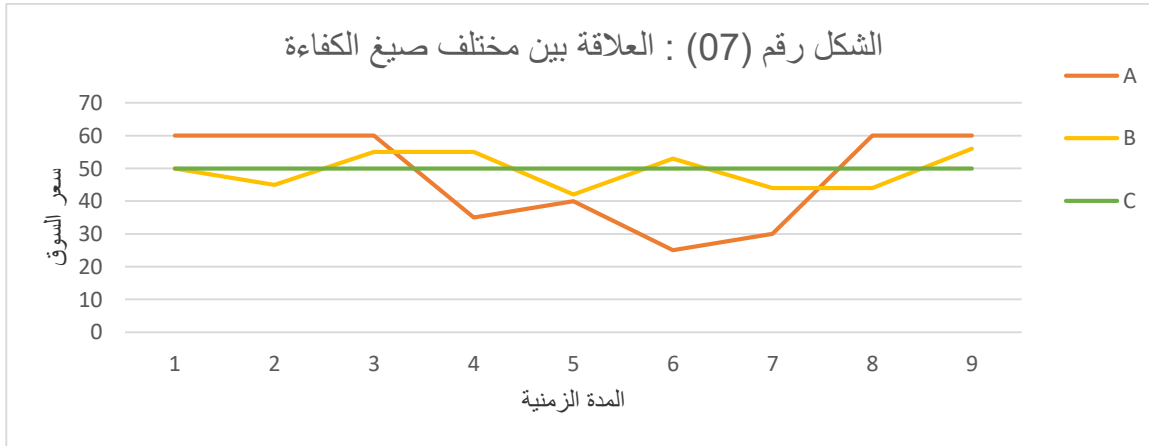
بباقي المستثمرين ولذلك يمكن اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية لتثبت مدى قدرتهم عن تحقيق أرباحا غير عادية ومن ثم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه، وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية فيما يعتبر عدم تأييد واضح لفرض السوق الكفاء في شكله القوي.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر، دار المعترز، 2004، ص - ص 125-126.  
<sup>2</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق الذكر، ص 207.



2. **المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية:** تمتلك المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق، إضافة إلى المديرين وكبار العاملين الذين يستثمرون جزء من مواردهم في أسهم الشركات العاملين فيها، وبالنسبة للشركات المتخصصة في الاستثمار قدرة على الوصول إلى مصادر المعلومات. لكن كشفت دراسة في 1970 و1990 عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك المؤسسات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع إستراتيجية اشترى واحتفظ.<sup>1</sup> هكذا يبدو أن الدراسات الميدانية قد كشفت عن صعوبة الجزم بأن السوق كفاء على مستوى الفرض القوى أو متوسط القوة، حتى في ظل المفهوم الاقتصادي للكفاءة، مثل هذه الرؤية لكفاءة السوق تحمل في طياتها تحدياً للمتهنين حرفة التحليل الأساسي للأوراق المالية وللمستثمرين خاصة المحترفين منهم. وفي هذا الصدد يقترح ألبتشر Ambachtsheer ضرورة أن يكون الأساس في إستراتيجيات هؤلاء هو البحث عن الأسهم التي فشل السوق في تسعيرها عند قيمتها الحقيقية، أي تلك الأسهم التي يؤكد التحليل أن قيمتها السوقية أقل مما ينبغي Under-valued or Under priced. ورغم هذا التحدي فإن الواقع يؤكد على أن المستثمرين المحترفين غير قادرين على المواجهة، حقا نجاح الكثير منهم في التنبؤ بالأسهم التي يتوقع أن يؤدي الاستثمار فيها إلى تحقيق أرباح غير عادية، إلا أنهم فشلوا في وضع نتائج ذلك التنبؤ في استراتيجيات تحقق الهدف المنشود.

وفيما يلي نوضح العلاقة بين الفرضيات الثلاثة للكفاءة:



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 208.

يتضح من الشكل أعلاه أن المنحنى A يعكس التباين الكبير لسعر الورقة المالية في السوق (بين القيمة السوقية وقيمتها الحقيقية)، في حين أن المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جدا في سعر الورقة في السوق (تباين صغير/المستوى شبه منحرف)، في حين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساويا للصفر في السوق المالية قوية كفاءة الذي يمثل المنحنى C، أي أن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية في السوق

<sup>1</sup> جريو كلنوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة البليدة 2، 2014-2015، ص 76.

والتي يعكسها الخط المستقيم. وقد ميز توبين سنة (1984) بين أربعة أشكال من كفاءة الأسواق المالية التي تُستخدم بالتوازي في المناقشات: كفاءة موازنة المعلومات، وكفاءة التقييم الأساسي، وكفاءة التأمين الكاملة، والكفاءة الوظيفية.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: العناصر المرتبط بكفاءة السوق المالي

هناك العديد من العوامل المؤثرة على كفاءة سوق الأوراق المالية، منها ما هو متعلق بالتعامل في السوق مثل اطلاق الشائعات، ومنها ما هو متعلق بمستوى الإفصاح في الأسواق المالية، وهذا من حيث نوعية وصحة المعلومات المنشورة وكذا توقيت الإفصاح عنها وما يشوب ذلك من تصرفات كإستغلال الأطراف المطلعة للمعلومات وتداولها فيما بينها، وفي ما يلي ستستعرض بعض أهم العناصر المرتبطة بكفاءة السوق المالي.

#### الفرع الأول: علاقة المعلومات بكفاءة السوق المالي

يمكن القول أن المعلومات المالية المتاحة تساعد المتعاملين في السوق المالية على الاستثمار فيها، مما يساعد على زيادة المتعاملين وزيادة حجم السوق، وبالتالي زيادة كفاءة هذه الأسواق، مما يسهم في تنشيطها وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.<sup>2</sup>

#### أولاً - مدخل عام للمعلومة المالية:

يعتبر القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي يتخذها المستثمر ويقوم هذا القرار على جملة من المبادئ والمقومات، وتلعب المعلومات دورا هاما في تنشيط سوق رأس المال و كذا بالنسبة للمتدخلين فيه، فالكثير من الجهات والأفراد يحتاجون إلى هذه المعلومات لاستخدامها في إتخاذ قرار الاستثمار، فتوفر المعلومات الموثوق فيها وخاصة المعلومات المالية والمحاسبية يؤدي إلى زيادة حجم السوق وتخفيض تكلفة العملات وزيادة عدد المتعاملين في السوق المالية وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد في التعاملات وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.<sup>3</sup>

#### 1. أهمية ومفهوم المعلومة المالية:

إن أهمية المعلومات في الإدارة عموما وفي اتخاذ القرارات بوجه خاص لا تحتاج إلى تأكيد، فمختلف الاتجاهات الإدارية الحديثة لا تختلف حول أهمية المعلومات حتى أن البعض شبه المعلومات ونظمها بالنظام العصبي. وتعتبر عملية صنع القرارات محورا للأنشطة الإدارية في المنظمات على إختلاف أنواعها، فهي من أهم ما يمارسه المديرون بمختلف مستوياتهم الإدارية، كما وتعتبر من أكثر النشاطات استهلاكاً لوقتهم وجهدهم لتعددتها وتكرارها، وهي في ذات الوقت من أخطر جوانب العملية الإدارية بالنسبة للمديرين لأنهم مسؤولون مباشرة عن نتائج إتخاذ القرارات .

<sup>1</sup> Lukas MENKHOFF & Norbert TOLKSDORF, financial market drift, Springer-Verlag, Berlin, 2001, page 05.

<sup>2</sup> الداوي خيرة وبولرباج غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 07، ديسمبر 2017، ص 155.

<sup>3</sup> نشنش سليمة، دور المعلومات الحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي، ص 01.

تلعب المعلومات دوراً أساسياً ومهماً في عملية صنع القرارات، والواقع أن الاختلافات بين النظريات الإدارية المختلفة هو راجع في الدرجة الأولى للاختلاف في كمية المعلومات المطلوبة وطريقة استغلالها، ومن جهة أخرى نجد أن توفر المعلومات ليس ضرورياً فقط لعملية اتخاذ القرارات، بل إنه ضروري لتنفيذ وتقييم القرارات المتخذة، ولذلك فإن الحاجة للمعلومات في اتخاذ القرارات هي عملية دائمة ومستمرة. وهناك كتاب آخرون يقولون بأن الإدارة بصورة عامة ونظم اتخاذ القرار بصورة خاصة هي عملية معالجة معلومات ونظم اتصالات، فاتخاذ القرار هو عبارة عن اختيار المعلومات المناسبة ومقارنتها بمعلومات سابقة ثم اتخاذ قرار بشأنها، وتشمل وظيفة اختيار المعلومات عملية تصنيفها حسب أهميتها، أما وظيفة مقارنة المعلومات فتشمل مقارنة المعلومات القديمة المتوفرة سابقاً لدى متخذ القرار مع المعلومات الجديدة التي تم جمعها. وفي هذا المجال يقول أحدهم بأن كفاءة الإدارة بصورة عامة تعتمد على كفاءة نظم الاتصالات والمعلومات، وذلك لأن أكبر كمية ممكنة من المعلومات يجب أن تتوفر لصانعي القرارات، وكذلك فإنه من الضروري أن يتوفر نظام تغذية عكسية يساعدهم على معرفة الوضع الحقيقي بالنسبة لتنفيذ السياسات أو القرارات التي إتخذوها.

مما سبق نلاحظ أنه من الضروري علينا أن نفرق بين البيانات والمعلومات مع العلم أنه يتم استخدام الكلمتين في مواضيع عادة وتكون مترادفتان مع وجود اختلاف جوهري في معنى الكلمتين.<sup>1</sup> فالمعلومة بشكل عام هي مجموعة من البيانات التي يتم تجهيزها للمتفاعلين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة وتوفرها في الوقت المناسب والانتظام في النشر بصفة دورية والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.<sup>2</sup> أما البيانات فهي عبارة عن مجموعة من الحقائق الخام التي يمكن استخلاص النتائج منها مثل الرسائل المكتوبة بخط اليد، كتب مطبوعة، أو دفاتر بنك قبل ظهور الكمبيوتر. فالبيانات هي المادة الخام التي تشتق منها المعلومات، أما المعلومات فهي نتيجة تنظيم، ترتيب أو جدولة أو تحويل البيانات بواسطة نظام معين إلى مجموعات مختارة من المعلومات، مجمعة بطريقة معينة مما يزيد من قيمتها بالنسبة للمستخدم.<sup>3</sup>

## 2. خصائص المعلومة المالية:

يقصد بمفاهيم جودة المعلومات تلك الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المالية المفيدة، كما أن مستوى جودة المعلومات المالية والاقتصادية لا يعتمد على الخصائص الذاتية للمعلومات فقط بل يتعداها إلى خصائص تتعلق بمتخذي القرارات (مستخدمي المعلومات) وتتمثل خصائص جودة المعلومات المالية والاقتصادية فيما يلي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عماد أحمد اسماعيل، خصائص نظم المعلومات وأثرها في تحديد خيارات المنافسة الاستراتيجية في الإدارتين العليا والوسطى، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص 21.

<sup>2</sup> مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2009، ص 183.

<sup>3</sup> يحيى شريف حنان، تأثير نظام المعلومات على اليقظة الاستراتيجية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، جامعة فراحات عباس، سطيف، سنة 2017 - 2018، ص 06.

<sup>4</sup> ريمة مناع، أثر جودة المعلومة المالية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 01، 2014، ص - ص: 219 - 220.

- **الملائمة للمعلومات:** أي يجب أن تكون المعلومات ملائمة لحاجات صناع القرارات، وتمتلك المعلومات خاصية الملائمة عندما تؤثر على القرارات الاقتصادية للمستخدمين بمساعدتهم في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، أو تأكيد تقيّماتهم الماضية أو تصحيحها. ولكي تتصف المعلومات بالملائمة لابد أن تكون ذات قيمة تنبؤية تحسن من قدرة متخذ القرار في التنبؤ بالنتائج المتوقعة في المستقبل، كذلك لابد أن تمتلك المعلومات الملائمة قيما استرجاعية (قيمة رقابية) متمثلة في قدرتها على الكشف عن مدى نجاح المستخدم في التحقق من توقعاته السابقة.
- **الموثوقية للمعلومات:** تشكل الموثوقية (الاعتمادية) الخاصية الثانية للمعلومات والتي تعني قدرة المعلومات على التعبير عن فحوى الأهداف أو العمليات الاقتصادية وبالشكل الذي يمكن المستخدم من الاعتماد عليها في بناء نماذج قراراته المختلفة، أي خاصية الموثوقية إنما تتعلق بأمانة المعلومات وإمكانية الاعتماد عليها. ولكي تمتاز المعلومات بالثقة لابد من توافر مجموعة من الخصائص الفرعية وأولها الأمانة في التمثيل والتي تعني صدق المعلومات في التعبير عن حقيقة صفقة معينة وتجنب التحيز في القياس فضلا عن تجنب تحيز القائم بعملية القياس. وتضاف إلى الأمانة خاصية القابلية للتحقق والتي تعني القدرة على الوصول إلى نفس النتائج من قبل أكثر من شخص، إذا ما تم استخدام نفس الأساليب التي استخدمت في قياس المعلومات المالية. أما الخاصية الثالثة للمعلومات الموثوق بها فهي الحيادية والتي تعني التجنب المتعمد الذي يهدف إلى الوصول إلى نتائج محددة مسبقا، أي أن المعلومات المحايدة هي التي تخدم مصالح فئات المستخدمين كافة.
- **خاصية القابلية للمقارنة:** تعتبر المعلومات التي يتم قياسها والتقرير عنها بصورة متماثلة في المنظمات الاقتصادية المختلفة قابلة للمقارنة. حيث تمكن خاصية القابلية للمقارنة المستخدمين من تحديد جوانب الاتفاق والاختلاف الأساسية في الظواهر الاقتصادية، طالما أنه لم يتم إخفاء هذه الجوانب باستخدام طرق محاسبية متماثلة. ويقصد بخاصية القابلية للمقارنة استخدام نفس طرق القياس السائدة في المؤسسة الأخرى التي تمارس نفس النشاط الاقتصادي حتي يتيح لمستخدميها اتخاذ القرار بعد إجراء مقارنات مع المؤسسات المماثلة الأمر الذي يزيد من فاعلية اتخاذ القرار فمن البديهي القول أن استخدام أساليب محاسبية مختلفة، يجعل القوائم المالية التي تصدرها المنظمات الاقتصادية غير قابلة للمقارنة، فالمعلومات المالية الخاصة بمنظمة اقتصادية معينة تكون مفيدة، إذا أمكن مقارنتها بالمعلومات الخاصة بالمنظمات الأخرى المماثلة، أو مابين الفترات المالية المختلفة لنفس المنظمة. ويرى الباحث أن فاعلية المعلومات المالية وإمكانية استخدامها في عقد المقاربات والمقارنات يعتبر أمرا حيويا، وذلك نظرا لعدم توفر مقياس مطلق لتقييم الأداء، وبالتالي تعتبر المدخل الأساسي والمنهج العملي لإجراء التحليل المالي. فالهدف من إجراء المقارنات هو تحديد وتفسير أوجه التشابه والاختلاف في المعلومات المالية، وذلك عن طريق إيجاد علاقة بين نوعين أو أكثر من المعلومات أو الأرقام.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> مصطفى يوسف سبسي، دور المعلومة المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير، جامعة حلب، 2011، ص - ص: 17 -

- **السهولة والوضوح:** يشير هذا الشرط إلى درجة خلو المعلومات من غموض، و أن تكون المعلومات واضحة ومفهومة لمستخدمها، فلا يجب أن تتضمن المعلومات أي ألفاظ أو رموز أو مصطلحات أو تعبيرات رياضية غير معروفة، ولا يستطيع مستخدم هذه المعلومات أن يفهمها، فالمعلومات الغامضة غير المفهومة لن تكون لها قيمة حتى لو كانت ملائمة وتم تقديمها في الوقت المناسب.
- **الصحة والدقة:** يقصد بالمعلومات الصحيحة أن تكون معلومة حقيقية عن الشيء الذي تعبر عنه ودقيقة بمعنى عدم وجود أخطاء أثناء إنتاج وتجميع وتقرير هذه المعلومات. وتختلف درجة الدقة المطلوبة في المعلومات حسب المدى الزمني الذي تعطيه هذه المعلومات، فإذا كانت هذه المعلومات عبارة عن تنبؤات مستقبلية فإن درجة دقتها تقل كلما تناولت مستقبلا بعيدا والعكس صحيح، فالمعلومات غير صحيحة وغير دقيقة سوف تعطي نتائج عكسية، أي ستكون معلومات غير مفيدة أو ضارة حتى ولو كانت ملائمة و وقتية و مفهومة لمستخدمها.
- **الشمول:** بمعنى أن تكون المعلومات المقدمة معلومات كاملة تغطي كافة جوانب اهتمامات مستخدمها أو كافة جوانب المشكلة المراد أن يتخذ بشأنها القرار. كما يجب أن تكون هذه المعلومات في شكلها النهائي دون الحاجة إلى إجراء بعض التعديلات الإضافية للحصول على المعلومات المطلوبة.
- **القبول:** بمعنى أن تقدم المعلومات في الصورة أو بالوسيلة التي يقبل بها مستخدم هذه المعلومات من حيث الشكل والمضمون، فمن حيث الشكل يمكن أن تكون المعلومات في شكل تقرير بلغة سهلة وواضحة أي في شكل جداول وإحصائيات أو رسومات بيانية. أما عن حيث المضمون فيتعلق بدرجة التفاصيل، فلا تكون مختصرة بأكثر من اللازم مما قد يفقدها معناها، ولا تكون مفصلة بأكثر من اللازم مما قد يؤدي إلى سرعة ملل مستخدمها.
- **غير مكلفة:** إن عملية إدخال ومعالجة المعلومات لها تكلفة يجب علينا أن نقارنها مع المنفعة التي سنحصل عليها جاء استخدام هذه المعلومة، وللمعلومة قيمة قصوى إن ساهمت في تقليل درجة عدم التأكد، أي يجب أن تكون المعلومة اقتصادية بمعنى أن لا تكلف الشركة أكثر مما يتوقع أن تنفقها.<sup>1</sup>

### 3. مصادر المعلومة المالية:

كشفت النقاط السابقة عن خصائص جودة المعلومات المالية والاقتصادية التي تؤثر على اتخاذ مختلف القرارات في الأسواق المالية، ولكن لم توضح من أين يمكن لأي متخذ قرار في السوق المالي الحصول على تلك المعلومات، لذلك سوف نركز هنا على مختلف المصادر المتاحة في الأسواق المالية العالمية، وذلك من أجل إثراء المعرفة بشأن مصادر المعلومات على أمل تنميتها، وذلك نظرا لأن نقص المعلومات لدى أفراد الجمهور هو من أسباب إحجامهم عن توجيه الأموال إلى الاستثمار في الأوراق المالية مما يترك أثرا عكسيا على حجم التعاملات في الأسواق المالية، وفيما يلي نعرض أهم مصادر المعلومات في الأسواق المالية:

<sup>1</sup> بن عيسى عبد الرحمن، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة يحي فارس، المدينة، 2008 - 2009، ص 20.

- **الصحف والمجلات المتخصصة ومطبوعات مستشار الاستثمار:** تعرض مختلف الصحف والمجلات أهم الأخبار عن الشؤون العالمية سواء كانت سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية، إضافة إلى تعليق الخبراء عن الأمور الهامة التي تتناولها تلك الأخبار، والآثار التي يمكن أن تنجم عنها، كما تنشر أيضا وجهات نظر الخبراء في شأن المستقبل. وتعرض مختلف المعلومات عن أحوال أسواق المال في العديد من الدول، أما المقصود بمطبوعات مستشار الاستثمار نقصد مطبوعات وكالات التتقيط التي تصدر فيها قدر هائل من المعلومات في صورة تقارير أو سجلات تزخر كلها بالمعلومات المفيدة.
- **التقارير التي تنشرها بيوت السمسرة:** تقوم بيوت السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- **قواعد البيانات:** تسمح هذه المصادر للأفراد في الأسواق المالية بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف بدليل المستثمر للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.
- **المطبوعات الحكومية:** تعتبر المطبوعات الحكومية من أهم مصادر المعلومات عن الأحوال الاقتصادية بصفة عامة والجوانب المالية لها بصفة خاصة. ودون الدخول في تحديد الجهة الحكومية التي تصدر تلك المعلومات، فإن تلك المعلومات عادة ما تكون شهرية أو سنوية، وتضمن بيانات إحصائية عن الأسعار والأجور والإنتاج، وخزائط توضح حجم الدخل القومي وعناصره، والدورات الاقتصادية، وظروف أسواق رأس المال، والتوقعات بشأن أمور تخص منشآت الأعمال، كما توجد مطبوعات حكومية تكشف عن المعروض من النقود، وأسعار الفائدة، ومستوى النشاط الاقتصادي، ومعدل التضخم وكلها معلومات ذات أهمية وتأثير كبير على أداء الأسواق المالية وتطورها. كما تصدر الحكومة كذلك تقارير سنوية وربيع سنوية تتضمن قوائم الدخل والميزانيات العمومية للمنشآت الصناعية مصنفة على أساس نوع الصناعة وكذا على أساس حجم المنشأة.
- **تقارير الشركات:** يمثل التقرير المتعلق بالقوائم المالية الأولية (ربيع السنوية والسنوية) الصادر من الشركة نقطة انطلاق جيدة للتعرف على أحوال الشركة. وتلزم اللوائح والقواعد الصادرة عن هيئة السوق المالية الشركات المدرجة في السوق المالية بتزويد الهيئة بالقوائم المالية الأولية والسنوية، ونشرها فور اعتمادها من مجلس إدارة الشركة، مما يكسبها صفة المصدقية والشفافية، وتحتوي القوائم المالية على معلومات تفصيلية بشأن الموقف المالي الحالي للشركة، كما تقوم الشركة بإصدار تقرير سنوي تستعرض فيه إنجازاتها الإنتاجية والإدارية والاستثمارية والمالية في العام المالي المنصرم وتعطي فيه مؤشرات عن خططها المستقبلية والصعوبات المالية التي قد تواجهها، وتشمل أربع قوائم أساسية هي الميزانية العامة، جدول النتائج، التغيرات في حقوق الملكية، جدول التدفقات النقدية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> هباش فارس ومناح ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ قرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية، والمحاسبية والإدارية العدد التاسع - جوان 2018، ص - ص: 632 - 633.



## ثانيا - دور الإفصاح المحاسبي في الأسواق المالية:

تعود أهمية الإفصاح المحاسبي كمبدأ ثابت في إعداد التقارير المالية إلى كونه أحد الأسس الرئيسية التي ترتكز عليها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها (GAAP)، وتدعو هذه المبادئ إلى الإفصاح الكامل عن جميع المعلومات المحاسبية والمالية وغيرها من المعلومات المهمة ذات العلاقة بنشاط الجهة المعنية والواردة في بياناتها المالية وذلك لصالح المستفيدين الأخيرين من هذه المعلومات.<sup>1</sup> كما يمثل الإفصاح المحاسبي ركيزة أساسية للفئات ذات العلاقة بالشركة عموماً وفئة المستثمرين خصوصاً، نظراً لما يقدمه من معلومات تفيدهم في اتخاذ القرارات الملائمة، ويتم ذلك من خلال إعداد التقارير المالية وفقاً للمعايير المنظمة وذلك بغرض توصيل البيانات والمعلومات إلى المستخدمين لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم بناء على قاعدة موضوعية فيقبلون أو يحجمون عن تبادل الأوراق المالية. فالإفصاح عملية تتصل فيها الشركة بالعالم الخارجي لإظهار المعلومات التي بحوزة الإدارة إلى المستثمرين مما يسهل عملية تقييم أداء الشركات والمفاضلة بينها بهدف الاستثمار فيها.<sup>2</sup>

### 1. مفهوم الإفصاح المحاسبي:

تختلف وجهات النظر حول مفهوم وحدود الإفصاح عن المعلومات الواجب توفرها في البيانات المالية المنشورة، وينبع ذلك الاختلاف أساساً من اختلاف مصالح الأطراف ذات العلاقة والذي ينعكس على الزاوية التي ينظر من خلالها كل طرف نحو المشكلة. حيث أن الإفصاح لغة هو "الكشف عن الشيء، وبيانه" ويهدف تعريف الإفصاح إلى تمييز الظاهرة موضع الدراسة، وتوضيح معالمها بشكل يسهل معه فهم المعنى المقصود، كما يفيد في تحديد الاتجاهات والموضوعات الرئيسية التي لها أهمية نظراً لتزايد الطلب على المزيد من الإفصاح من قبل المستخدمين المختلفين للمعلومات.

يمكن ذكر بعض التعاريف للإفصاح المحاسبي التي يراها الباحث شاملة ومهمة:<sup>3</sup>

يقصد بالإفصاح إلزام الشركة بالقيام بتقديم المعلومات وتوصيلها بصفة دورية أو في الحالات الاستثنائية إلى الجهات المختصة مثل هيئة السوق المالية أو وزارة التجارة والصناعة، وكذلك إلى المساهمين وعامة الجمهور لكي يستفيدوا منها كافة ويتخذوا في ضوءها ما يرونه مناسباً.

أما في أدبيات المحاسبة فقد تعددت التعاريف الخاصة بالإفصاح المحاسبي، حيث يمكن القول أن المقصود بالعرض والإفصاح في الفكر المحاسبي "هو الإعلان عن جميع السياسات المحاسبية التي استندت إليها الوحدة الاقتصادية في إعداد التقارير والقوائم المالية، كذلك الإعلان عن جميع المعلومات والبيانات المحاسبية وغير المحاسبية المكتملة لتلك السياسات، وذلك بصورة شاملة وعادة ما تتلاءم مع احتياجات مستخدمي تلك القوائم المالية والتقارير.

<sup>1</sup> معتز برهان جميل العكر، أثر الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية المنشورة على تداعيات الأزمة المالية في القطاع المصرفي الأردني، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2010، ص 14.

<sup>2</sup> محمد عبد الله المهدي ووليد زكريا صيام، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 02، 2007، ص 258.

<sup>3</sup> بن فرج زوينة، متطلبات الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للبنوك وفق المعايير المحاسبية الدولية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد رقم: 15 - 2015، ص 53.



قد عرف الإفصاح أيضا " بأنه تلك المعلومات التي تنتشرها الإدارة للجهات الخارجية من مستخدمي القوائم المالية بهدف مقابلة احتياجاتها المختلفة من المعلومات المتعلقة بأعمال المنشأة ويشمل الإفصاح أية معلومات إيضاحية محاسبية أو غير محاسبية تاريخية أو مستقبلية تصرح عنها الإدارة وتضمنها التقارير المالية. وعرف الإفصاح بأنه المقياس غير الملموس لقياس مدي كفاية البيانات الإيضاحية والتكميلية في القوائم المالية. ويرى البعض بأن الإفصاح هو عرض المعلومات المتعلقة بالوحدة الاقتصادية من خلال مجموعة من القوائم والتقارير المالية لمساعدة القارئ على اتخاذ قرارات رشيدة ويتم عرض تلك المعلومات إما في القوائم المالية أو في الملاحظات الملحقة بها أو قوائم إضافية، وتتضمن القوائم المالية - في ظل الإصدارات المحاسبية الجارية - قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية بالإضافة إلى قائمة الأرباح المحتجزة أو قائمة التغيرات في حقوق المساهمين. كما تعرض بعض الباحثين إلى الغرض من توضيح المعلومات المالية فتطرقوا إلى مفهوم الإفصاح بأنه "نشر المعلومات الضرورية للفئات التي تحتاجها وذلك لزيادة فعالية العمليات التي يقوم بها السوق المالي، إذ أن الفئات المختلفة تحتاج إلى المعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي يرغب بها"<sup>1</sup>.

## 2. أنواع الإفصاح المحاسبي:

إن التطور الكبير في الفكر المحاسبي وما صاحبه من تطورات في الإفصاح عن السياسات والمعلومات المحاسبية إلى ضرورة الإفصاح الشامل، فلا ضرورة لإخفاء بيانات ومعلومات عن مستخدمي التقارير والقوائم المالية وبصفة خاصة أصحاب الحقوق الملكية والأجهزة الحكومية كمصلحة الضرائب، فلم يعد إخفاء المعلومات مجدي في عصر تكنولوجيا. نعرض فيما يلي أنواع الإفصاح المحاسبي:<sup>2</sup>

- **الإفصاح الكامل:** يتطلب الإفصاح الكامل أن تكون القوائم المالية كاملة بحيث تشمل على كافة المعلومات الضرورية للتعبير الصادق فإذا تم حذف أو استبعاد بعض المعلومات تصبح القوائم المالية مضللة، ويجب التنبيه أن الإفصاح الشامل لا يقصد به عرض كافة المعلومات دون تمييز، فالإفراط في المعلومات المعروضة أمر غير مستحب قد يؤدي إلى إخفاء معلومات هامة وتجعل القوائم المالية صعبة الفهم والتفسير، بالإضافة إلى تحمل التكاليف إضافية بدون مبرر.
- **الإفصاح العادل:** يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية التي تخدم جميع الفئات، وهو ينطوي على هدف أخلاقي يستلزم المعاملة المتوازنة والمتساوية بين مستخدمي المعلومات المالية، من خلال الاهتمام المتوازن باحتياجات جميع الأطراف المعنية.
- **الإفصاح الإنزامي:** ويتم الإفصاح هنا وفقا لما نصت عليه القوانين المختصة، وذلك قد يكون على حساب معلومات أخرى ربما تكون مهمة، إلا أن القوانين المختصة لم تولي الاهتمام الكافي لإظهارها.

<sup>1</sup> عبد المنعم عطا العلول، دور الإفصاح المحاسبي في دعم نظام الرقابة والمساءلة في شركات المساهمة العامة في قطاع غزة، رسالة ماجستير، جامعة غزة، ص 19.

<sup>2</sup> خلف الله بن يوسف، أهمية الإفصاح والقياس المحاسبي في القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي وأثره على الممارسات المحاسبية في المؤسسات الاقتصادية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 02، العدد 03، 2017، ص 46.

- **الإفصاح الكافي:** يشمل تحديد الحد الأدنى الواجب توفيره من المعلومات المحاسبية في القوائم المالية ويمكن ملاحظة أن مفهوم الحد الأدنى غير محدد بشمل دقيق إذ يختلف حسب الاحتياجات والمصالح بالدرجة الأولى كونه يؤثر تأثيرا مباشرا في اتخاذ القرار.
  - **الإفصاح الملائم:** هو الإفصاح الذي يراعي حاجة مستخدمي التقارير المالية وظروف المؤسسة وطبيعة نشاطها إذ أنه ليس من المهم فقط الإفصاح عن المعلومات المالية بل الأهم أن تكون ذات قيمة ومنفعة بالنسبة لقرارات المستثمرين والدائنين وتتناسب مع نشاط المؤسسة وظروفها الداخلية.
  - **الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):** هو التحول نحو المطالبة بالإفصاح عن المعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله.<sup>1</sup>
  - **الإفصاح الإلكتروني:** الإفصاح الإلكتروني أحد أنظمة الحديثة التي لم يتوافر عنها دراسات أو بحوث توضح مدى تكامل هذه الأنظمة ومدى تحقيقها للأهداف التي وجدت من أجلها، وبالأخص مساعدة المستثمرين الحاليين والمرقبين في اتخاذ قرارات كفؤة وفاعلة قياسا بالتكلفة التي تنفقها الوحدات الاقتصادية لإنجاز ذلك النظام وصيانته، فقد تكون المنفعة المتحققة من ذلك الإفصاح في وضعه السائد لا توازي التكاليف المنفقة لإنتاجه وتوزيعه مما يستدعي زيادة فاعليته عن طريق عرضه بشكل آخر أو تطوير طبيعته، لأجل تحقيق الأهداف المشتركة المتبادلة لشركات والمستثمرين، حيث أن العديد من الشركات تعتمد على التمويل من خلال الأسهم والسندات التي يتداولها المستثمرون.<sup>2</sup>
3. **المعايير الدولية للإفصاح المحاسبي في السوق المالي:**

لقد ازدادت الحاجة إلى المعايير المحاسبية بمجرد توسع الشركات وتعدد ملاكها وزيادة التعامل فيما بينها على المستوى الدولي. أدت هذه الظروف وغيرها بالهيئات المهنية الوطنية والدولية إلى ضم جهودها لتوحيد الممارسات المحاسبية، الشيء الذي يسمح لمستعملي التقارير والقوائم المحاسبية والمالية من أخذ فكرة عن تقييم أداء تلك الشركات والنتائج المحققة بنفس الكيفية. لهذا الغرض أسست لجنة معايير المحاسبة الدولية FASB في 1973 كهيئة مهنية مستقلة تعني بتوحيد المبادئ المحاسبية وتحضيرها لتستعمل من قبل الشركات والهيئات من مختلف الدول بنفس الكيفية، وتقوم لدي هؤلاء المستعملين بنفس المعنى، وتستخدم لاتخاذ قرارات الاستثمار والاقتراض، مركزة على نفس الأسس المحاسبية والمالية. ولقد كان من مهام هذه اللجنة الوصول إلى المعايير المحاسبية الدولية والمعروفة باختصار IAS، وفيما يلي أهم المعايير الدولية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالأسواق المالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ضيف الله محمد الهادي، أسس الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 06، العدد 01، 2013، ص 88.

<sup>2</sup> عبد الرحمن محمد سليمان رشوان، أثر الإفصاح الإلكتروني للمعلومات المالية على كفاءة سوق رأس المال الفلسطيني في ضوء المعايير الدولية للتقارير المالية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 09، 2018، ص 701.

<sup>3</sup> محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومة المحاسبية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 37، جوان 2012، ص - ص 192-193.

### • المعيار الدولي رقم 32، الأدوات المالية: الإفصاح والعرض

لقد صعب على الهيئات المحاسبية العالمية ليس فقط كيفية الإفصاح عن الأنشطة والصفقات المتعلقة بالأدوات المالية، وإنما صعب عليها أيضا فهم أنواعها المتعددة وتطورها الدقيق. يظهر ذلك جليا عندما يتعلق الأمر بالأدوات المشتقة. وتمثلت قضايا الإفصاح عن الأدوات المالية في إطار المعيار 32 بالتركيز على مظاهر المخاطرة لمختلف أنواعها والإفصاح عن القيم العادلة بالنسبة لكل فئة من الأصول المالية والالتزامات المالية بأكبر من القيمة العادلة وكذا إجراءات التحوط التي اتخذتها الشركة المعنية بالإفصاح. كما طلب المعيار الإفصاح عن حقوق الملكية من أسهم عادية وأسهم ممتازة وأن تقصح الشركة أيضا عن الديون طويلة الأجل ما يتصل بها من معلومات قد تفيد المتعاملين في السوق المالية.

### • المعيار الدولي رقم 33: ربحية السهم

تناول هذا المعيار نصيب السهم الواحد من الأرباح (عائد السهم) الذي يستعمله المستثمرون الحاليون والمحتملون لقياس أداء الشركة بصفة عامة وربحيتها بصفة خاصة. كما اهتم المعيار بكيفية حساب هذا المؤشر من جهة، واستخدامه في حساب العديد من المؤشرات التي يرتكز عليها المتعاملون من جهة أخرى. من الأمثلة على ذلك مضاعف السعر أو كما يعرف أيضا بمضاعف الربحية Price Earning Ratio المعروف اختصارا بـ PER ونسبة التوزيع وغيرها من المؤشرات. يحسب عائد السهم بقسمة إجمالي الأرباح القابلة للتوزيع على عدد الأسهم العادية. يحسب ويفصح عن هذا المؤشر بالنسبة للشركات المقيدة في البورصة كما يحسب بالنسبة للشركات غير المقيدة لتلبية احتياجات المتعاملين في الحصول وبسرعة على مؤشر دقيق لتقييم أداء تلك الشركات وربحياتها.

### • المعيار الدولي رقم 39 الأدوات المالية: الاعتراف والقياس

يقضي هذا المعيار الذي وضع سنة 1997 تقييم وتسجيل الأصول والخصوم المالية بالقيمة العادلة مع استبعاد الأصول المشتقة وأنشطة الوساطة البنكية في المراحل الأولى لتطبيقه والتوسع في استعمال القيمة العادلة بدل القيمة التاريخية، الأمر الذي جعله يحل محل المعيار رقم 25. ووفقا للمعيار 39 يستوجب على الشركات الاعتراف بأي أصل أو التزام مالي مصدر بمجرد أن تصبح طرفا في العقود التي تتم على الأصل المعني، أي تقييمه وتسجله في دفاترها وتقصح عنه.

4. علاقة الإفصاح المحاسبي بكفاءة السوق:

تتوقف كفاءة الأسواق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح الأسواق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا، من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مناسب خاصة أن ذلك سيؤثر على قراراتهم، لذا من المفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر

الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

- تقلل معايير الإفصاح الإلزامي من عدم تناسق المعلومات (تحسين الكفاءة المعلوماتية) وفي الوقت نفسه، تضمن قدرًا أكبر من الأخلاقيات من خلال توفير الحرية والحق في الحصول على معلومات متساوية. ومع ذلك، في كثير من الأحيان، يُنظر إلى اللوائح على أنها نتيجة لشد الحبل المستمر بين المخاوف بشأن الكفاءة والأخلاق.<sup>1</sup>
- يعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

يعتبر الإفصاح عن المعلومات التي تحتوي عليها التقارير المالية والمحاسبية ذات تأثير على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وعلى قيمة العائد والمخاطر المتعلقة به، ومن هنا يهتم المستثمرون بهذه المعلومات والبيانات ويقومون بتحليلها بهدف الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات لاسيما تحديد مكونات المحفظة الاستثمارية والمخاطر المتعلقة بكل مكون وتقييم البدائل الاستثمارية الأخرى، والتنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل وتحديد درجة المخاطر المحيطة بكل قرار استثماري.

في ضوء ما سبق أصبح التوسع في الإفصاح المحاسبي وزيادة درجة الشفافية وتوضيح العلاقات المتشابكة بين المعلومات المحاسبية، والمعلومات غير المحاسبية ونظرا للطبيعة الديناميكية للأسواق المالية وزيادة درجة تدويل المعاملات بين البورصات المختلفة على مستوى العالم في ظل العولمة المالية، فقد أصبح الأمر يتطلب معايير نموذجية معتمدة دوليا للكشف عن حقيقة المركز المالي وتقييم الأداء وعن الظروف المحيطة ببيئة ومناخ الاستثمار سواء كانت ذات طبيعة اقتصادية أو اجتماعية أو سياسية أو غيرها ويمكن استيعابها والتعامل على أساسها على المستوي المحلي وعلى المستوي الدولي.<sup>2</sup>

### ثالثا - تأثير عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية:

أصبحت ظاهرة عدم تماثل المعلومات أحد المسببات التي دفعت الهيئات المختلفة والمنظمات المحاسبية إلي وضع القواعد والمعايير المختلفة للحد من هذه الظاهرة، وقد كان من أهمها قيام مجلس معايير المحاسبة الدولية بإصدار الإرشاد الدولي الخاص بإعداد تقرير تعليقات الإدارة والذي كان الهدف منه فرض نوع من السيطرة على الممارسات الإدارية، وضمان احتواء فحواه الإعلامي على الخصائص النوعية للمعلومات والتي من شأنها تقليل فجوة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين. ويعتبر تماثل المعلومات المحاسبية إحدى العوامل الأساسية التي تعتمد عليها أسواق الأوراق المالية والتي بدونها

<sup>1</sup> Mohammed OBADULLAH, Ethics and efficiency in islamic stock markets, international Journal of Islamic financial services, volume 03, N° 2, page 07.

<sup>2</sup> حمدي عبد العظيم، إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، 2012، ص 171.

يحدث عدم تكافؤ بين المستخدمين في حصولهم على المعلومات، وتعني عدم تماثل المعلومات حيازة فئة من المستثمرين لمعلومات خاصة عن قيمة الشركة في حين لا تتوافر تلك المعلومات لآخرين، مما يؤدي للعديد من الآثار السلبية على قدرتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.<sup>1</sup>

### 1. مفهوم عدم تماثل المعلومات:

لقد عرفت بأنها ظاهرة عدم تكافؤ المعلومات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة المعلومات لدى بعض المستثمرين عن البعض الآخر، وعرفها بأنها مقدار الاختلاف في حجم المعلومات المتاحة للأطراف المختلفة ولا تضعهم على قدم المساواة في إتمام العلاقات التعاقدية، وعرفتها بأنها مصطلح يراد به أن الإدارة هي أكثر الأطراف معرفة بوضع الشركة لما يتوافر لديها من معلومات عن الموقف المالي والقيمة المستقبلية للشركة، حيث تحاول إدارة الشركة كشف العديد من المعلومات ونقلها إلى السوق من خلال مصادر المعلومات الأخرى غير القوائم المالية مثل المحللين الماليين، مما يؤدي إلى وجود مستوى عال من عدم تماثل المعلومات، ويعرفها (عبد النعيم، 2013) بأنها لحالة التي تكون فيها عملية إتمام الصفقات غير كفاء، نتيجة تمتع أحد أطراف الصفقة بميزة معلوماتية دون غيره من الطرف الآخر، وتلك بسبب موقعه التنظيمي عندما يكون طرفي الصفقة أحد الأطراف الداخلية للمنشأة، أو بسبب علاقات بالموقع التنظيمي، وقد عرفها أحد الباحثين بأنها تحدث عند عدم تساوي بامتلاك معلومات معينة بين الإدارة والأطراف الداخلية من جهة والأطراف الخارجية من جهة أخرى، وبالتالي يمكن للإدارة تحقيق عائد غير عادي نتيجة امتلاكها ميزة معلوماتية. يفهم مما سبق بأن عدم تماثل المعلومات تعني أن المعلومات بين الأطراف المختلفة غير كاملة.<sup>2</sup>

### 2. الآثار المترتبة على عدم تماثل المعلومات يمكن تحديد تلك الآثار في العناصر التالية:

- انخفاض كفاءة سوق المال: من أهم أسباب انخفاض كفاءة سوق المال والتي تنتج عن عدم تماثل المعلومات التوجيه الخاطئ للاستثمارات من جانب المستثمر، نظرا لعدم تماثل المعلومات بينهم، وعدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب المنشأة، فعدم المساواة في توافر المعلومات لدى المستثمر عن كيفية استخدام أمواله بواسطة مديري الشركات يجعله أكثر عرضة لعدم التخصيص السليم لأمواله مثل اهتمام قيام المنشأة باستخدام أموال له في القيام بأنشطة غير منتجة له.

- تتأثر قرارات الشركات الاستثمارية بشدة بفشل المعلومات في الأسواق المالية، وهذا بدوره يحدد التكاليف المختلفة لطرق التمويل البديلة. حيث إن الاستبدال غير الكامل بين طرق التمويل يؤثر على مقدار الأموال التي يمكن للشركات الوصول إليها، ونتيجة لذلك، فإنه يؤثر أيضًا على قرارات الاستثمار في الشركات. وهذا يعني أنه في الأدبيات التي تبحث في دور عيوب السوق المالية في استثمار الشركات، تظل مسألة اختيار هيكل رأس المال في الخلفية. سواء تم افتراض العقد المالي الذي تستخدمه

1 أحمد محمد شاكر حسن سمعان، المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الإختياري بعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية، جامعة الزقازيق، 2018، ص 04.

2 أحمد رجب عبد المالك، دور الإفصاح عن تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في البورصة المصرية، جامعة سوهاج، ص - ص: 24-25.

الشركات (كما في وجهة نظر Stiglitz) أو مشتقًا (كما في نهج تكلفة الوكالة)، فإن خيار هيكل رأس المال لا يتم استكشافه بالكامل، ولكن يتم اعتباره على أنه أمر مفروغ منه.<sup>1</sup>

- تحقيق عائد غير عادي: ينتج عن عدم تماثل المعلومات تحقيق عائد غير عادي لبعض الأطراف على حساب الأطراف الأخرى من خلال معرفتهم المبكرة بمعلومات عن أداء المنشأة، مما يؤدي إلى ترك أثرا سلبيا على كل من المتعاملين في السوق، الشركات المصدرة للأوراق المالية، سوق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني.

- خلق فجوة بين الإدارة وأصحاب المصالح: تحدث تلك الفجوة عندما تكون البيانات والمعلومات غير كافية بين مختلف الأطراف، فعدم توضيح الإدارة لأهداف المنشأة بشكل واضح يجعل المستثمرين غير قادرين على تحديد ما إذا كانت المنشأة حققت أهدافها المستهدفة من عدمه، مما يحدث فجوة في التقرير وفجوة في القدرة على الفهم وفجوة في المعلومات.

### 3. دور نظرية الإشارة في تخفيض آثار عدم التماثل المعلومات:

قدم (Ross 1977) نظرية الإشارة، لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل رأس مال الشركة، وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن أداء أصول الشركة وقيمتها ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق، حيث إن المعلومات توزع بطريقة غير متماثلة (asymmetrically)، فالمدبرون يمتلكون معلومات داخلية غير متوفرة للمستثمرين، مما يجعل من الصعب تمييز الشركات ذات العائد والأداء المرتفع عن الشركات ذات العائد والأداء المنخفض، ما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بالقيمة نفسها. وتعد الوسيلة الأكثر مصداقية التي تستخدمها الشركات المقيمة بأقل من قيمتها في نقل إشارة إيجابية للسوق من خلال رفع مستوى الدين لأن الشركات ذات الأداء الضعيف لا تستطيع تحمل مخاطر الإفلاس.<sup>2</sup>

يمكن التطرق إلى مضمون النظرية المالية فيما يخص تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال نوعين من النماذج، نماذج بالإشارات المالية ونماذج بالمكثزمات المحرصة:<sup>3</sup>

أ- نماذج بالإشارات المالية: تتمثل في النماذج المستعملة عندما تكون المؤسسة مدركة جيدا لنوعية مشاريعها، وبالتالي تعمل على بعث إشارات لمختلف الأعوان للتعريف بميزات المؤسسة فمن خلال متغير مالي (الإشارة) المؤسسات الجيدة لها مصلحة في الإفصاح عن معلومات تسمح للأعوان (مساهمين ودائنين) بالتفريق بين مشاريعها والمشاريع الأقل نوعية. وهناك من يقترح استعمال الخيارات كأداة لتخفيض المخاطر الناجمة عن عدم تماثل المعلومات أو استعمال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.

<sup>1</sup> Emilio COLOMBO & Luca STANCA, financial market imperfections and corporate decisions, physica-verlag, Germany, 2006, page 09.

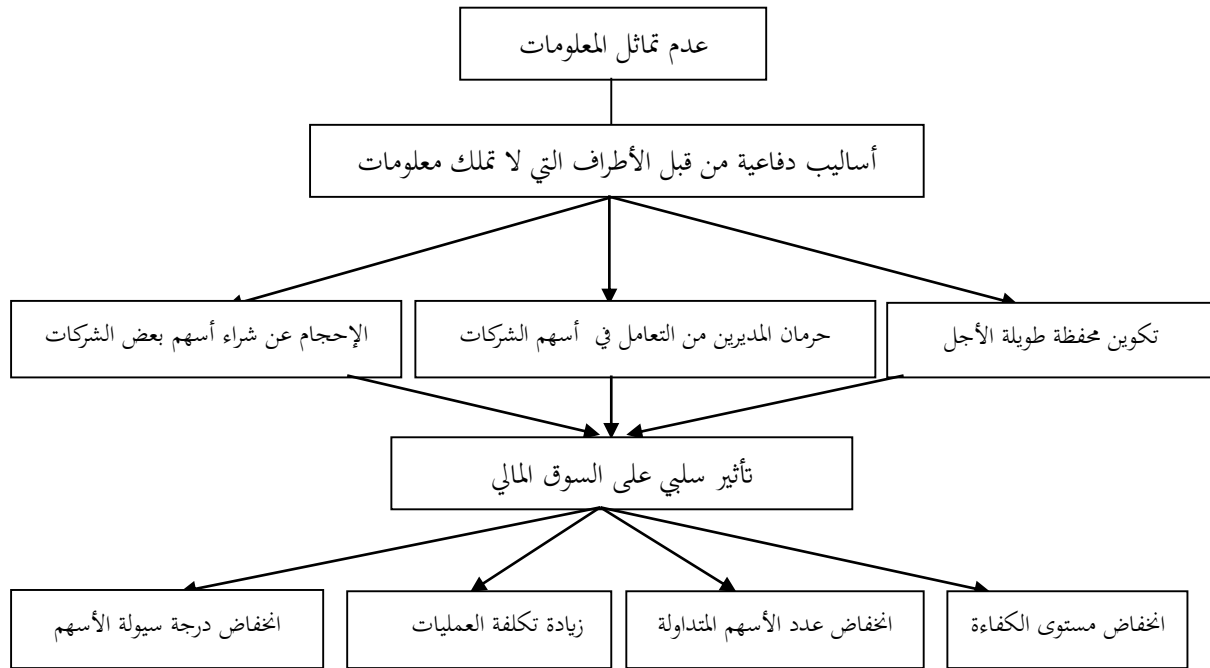
<sup>2</sup> عبد المجيد عدنان قباحة، محددات رأس مال الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 04، العدد 02، 2018، ص 217.

<sup>3</sup> شوقي بورقية وسليمة حشايشي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الملتقى الوطني الثاني حول: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري، أبريل 2007، ص 192.



ب - نماذج بالمكهنات المحرصة: ضمن شروط العقد الذي يربط المؤسسة بمختلف الأعوان، يشترط معرفة نوعية المؤسسة على حقيقتها، ويتعلق الأمر بالضمانات ومعدل الفائدة والعلاقة مع العملاء. ولعل أهم النماذج التي طورت في هذا المجال كانت من قبل "Wett" في 1983، حيث أبرزت حقيقة الدور الذي تلعبه الضمانات بصفقتها سلطة مقنعة تحد الخطر المعنوي من جهة، ومن جهة أخرى الضمان ومعدل الفائدة باعتبارهما سلطة تقديرية ذاتية بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها مع العملاء. كما يشجع المحيط القانوني في الرفع من كفاءة الأسواق المالية بإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات المتميزة. وبصفة عامة لا يمكن تطوير السوق المالي والرفع كفاءته إلا بتوفر معلومات كافية وملائمة وفي الوقت المناسب التي تسمح باتخاذ القرارات، لهذا يعتبر تشجيع وإجبار المؤسسات على الإفصاح عن المعلومات وتحليلها من المؤشرات المهمة المساعدة على رفع كفاءة الأسواق المالية.

الشكل رقم (08): أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق المال



المصدر: كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص.35.



### الفرع الثاني: علاقة الحركة العشوائية للأسعار بكفاءة أسواق رأس المال

كي تقوم الأسواق المالية بدور فاعل في جمع وتوجيه المدخرات من وحدات الفائض إلى وحدات العجز لا بد لها أن تتميز بالكفاءة، ففي السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للأوراق المالية، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها، وبالتالي تنتفي في هذا السوق قدرة المستثمرين على تحقيق عوائد غير عادية بشكل منتظم. بيد أن بعض المستثمرين الذين يعتقدون بأن السوق غير كفاء يبحثون عن الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ، سواء بأعلى أو بأدنى من قيمتها الحقيقية، وذلك من خلال تحليل المعلومات، حيث أن تحليل هؤلاء المستثمرين لهذه المعلومات يؤدي بدوره إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للأوراق المالية لتعادل القيمة الحقيقية، دون أن يحقق أي منهم عوائد غير عادية وعندها تتحقق الكفاءة. ولذلك لا يتوقع المشاركون في السوق الكفاء اكتساب الكثير وإنما يتوقعون الحصول على العوائد العادلة التي تتناسب مع مستوى المخاطر التي يتعرضون لها.<sup>1</sup>

كانت نظرية كفاءة الأسواق وفرضية السير العشوائي من المواضيع الرئيسية في الأدب المالي خلال السنوات الماضية.<sup>2</sup> ويعد نموذج السير العشوائي من النماذج الأولى التي استخدمها الباحثون في تفسير سلوك الورقة المالية، ويفترض بأن المعلومات الجديدة تكون عشوائية وبالتالي فإن دخولها إلى السوق يكون بشكل عشوائي ويتسبب في أحداث تغييرات عشوائية في أسعار الأوراق المالية ذات العلاقة وإن هذا يقود إلى توليد توزيعات احتمالية عشوائية لأسعار الأوراق المالية وإذا كانت التوزيعات العشوائية للأسعار متماثلة عبر الزمن فإن هذا يعبر عن نموذج السير العشوائي.<sup>3</sup>

يرى Fama بأن السير العشوائي يقع موضع شك وغموض بشكل كبير، ففي حال وجود الحركة العشوائية في السوق المالية فإن أي نوع من تحليل الخصائص والمميزات لتوقع حركة أسعار الأسهم سيكون دون أي جدوى، وبشكل أكثر دقة في الأسواق المالية الكفوء يكون سعر الورقة المالية في الزمن تقديراً جيداً عن القيمة الحقيقية لها، وفي الأسواق الكفوء يكون للمعلومات الجديدة التأثير الأكبر في القيمة الحقيقية لتنعكس تدريجياً في السعر الحقيقي وفقاً لحالتين أساسيتين:<sup>4</sup>

- السعر الحقيقي يستجيب للتقلبات مبدئياً بشكل مغالى به، أو حتى أقل من المفروض.
- الاستجابة تتم بوجود فترة تأخير (أو فجوة الزمن) في تغير السعر الحقيقي ليصل إلى القيمة الحقيقية الجديدة، والتغير يكون مستقلاً، ولا يخضع لأية عوامل.

<sup>1</sup> زينة الأحمد ومهند الصالح، اختبار نموذج السير العشوائي على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 38، العدد 26، 2016، ص 13.

<sup>2</sup> Maria Rosa Bordes, Efficient market hypothesis in European stock markets, TECHNICAL UNIVERSITY OF LISBON, working papers, 2008, page 02.

<sup>3</sup> شذى عبد الحسين الزبيدي، تحليل سلوك أسعار الأسهم باستعمال نموذج السير العشوائي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 02، 2012، ص 167.

<sup>4</sup> علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار السهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2014، ص 61.

ونظرا لعدم امكانية الاعتماد على المعلومات الماضية للتنبؤ بمستوى الأسعار المستقبلية، وإن مستوى المخاطرة قد تم تحديده استنادا إلى هذه المعلومات ، فإنه لا يستطيع أي أحد من المستثمرين تحقيق عوائد إضافية، وتشكل هذه الصيغة رفضا صريحا لفلسفة التحليل الفني التي ترى بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتمادا على دراسة التغيرات الماضية في سعر السهم.

### أولا - فرضية السير (الحركة) العشوائي Random Walk Hypothesis:

تعنى النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معين تسلكه باستمرار أو يمكن التنبؤ به بل تتخبط تخبطا عشوائيا، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي.<sup>1</sup> ومفهوم السير العشوائي تم تطويره باستمرار ودرس واختبر منذ أن قدم عالم الرياضيات الفرنسي Bachelier هذه الفكرة في أطروحته عام 1900 م تحت عنوان "théorie de la spéculation"، في عمله وضح Bachelier بأن "الأحداث الماضية والحاضرة وحتى حساب الأحداث المستقبلية تعكس سعر السوق، ولكن عادة لا تظهر أي علاقة واضحة لتغيرات الأسعار". واستنتج أيضا بأن أسعار السلع تتغير عشوائياً، وقد تطابقت نتائج ملاحظة باشيليه مع نتائج دراسة "Karl Pearson" عن الحركة العشوائية في مجال الإحصاء نشرت في عام 1905. وبلغت نتائج التي توصل إليها باشيليه إذا تعاقبت على صفقة بسعر معين في السوق العقود المستقبلية، ثم أردت أن تخمن السعر الذي ستكون عليه السلعة محل الصفقة في تاريخ التنفيذ العقد، فإن التخمين غير المتحيز يكون هو ذلك السعر الذي سبق أن أبرمت به الصفقة.

في عام 1953م طرح الإحصائي البريطاني "Maurice Rendall" بحثه حول السلاسل الزمنية الاقتصادية الذي أجراه على العوائد الأسبوعية لمؤشر سوق البريطاني، وتوقع فيه أن يجد سلوكا منتظما لحركة الأسهم غير أنه لاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سلوكا عشوائيا ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلا، كذلك الأمر بالنسبة للبحث الذي قام به " Roberts Harry " عام 1959م والذي وجد نتائج مشابهة لنتائج "kendall" من خلال دراسته لمستويات الأسعار الفعلية للسوق لـ 52 أسبوع وفقا لمؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، وتوصل خلالها إلى أن الحركة الفعلية لأسعار الأسهم هي حركة عشوائية، وتم استخدام ظاهرة السير العشوائي لوصف سلوك سعر الورقة المالية في الأسواق المالية، إذ تم صياغتها لتمنح أرضية السوق المالية الكفاءة مضامين قابلة للاختبار، وتؤكد فرضية السير العشوائي على أن تغيرات الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات على السعر في الماضي أي أن الأسعار في أي فترة زمنية في المتوسط ستعكس القيمة الحقيقية للسهم، ويمكن الاستدلال على الترابط بين السير العشوائي والسوق الكفوء ومضمون المستوى الضعيف للكفاءة المتمثل في عدم إمكانية التنبؤ بأسعار الأسهم بالاعتماد على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم التداول التي جرت في الماضي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> هني محمد نبيل وغراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة اسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012، ص 53.

<sup>2</sup> سالم صلال راهي الحسناوي وهشام عبد الخضر سكر العبادي، دراسة السير العشوائي للمؤشر ISX60 في سوق العراق المالي، ص 08.

ويأتي بعد هذا العمل دراسة كل من "Paul Samuelson" و "Fama Eugen" عام 1965 "Mandelbort Beuoit" عام 1966 ليؤكدوا على أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية لعبة عادلة "Faire Garne" مما يعني أنه لا يمكن للمستثمر التفوق على أداء السوق إن لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها في ذلك كما أن أسعار الأسهم تعكس توقعات المستثمرين في ضوء جميع المعلومات المتاحة، وقد أكد "Fama" عام 1970 ما جاء به بنشر بحثه الشهير "كفاءة سوق رأس المال، استعراض للنظرية واختبار تجريبي" والذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق.<sup>1</sup>

### ثانيا - تحليل السلاسل الزمنية للأسعار والعوائد:

يعد موضوع تحليل السلاسل الزمنية من الموضوعات الإحصائية المهمة التي تتناول دراسة سلوك الظواهر وتفسرها عبر فترات محددة من الزمن، ويمكن إجمال أهداف تحليل السلاسل الزمنية بالحصول على وصف دقيق للملامح الخاصة بالعملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية، وبناء نموذج لتفسير سلوك السلسلة الزمنية واستخدام النتائج للتنبؤ بسلوك السلسلة في المستقبل، فضلا عن التحكم في العملية التي تتولد منها السلسلة الزمنية بفحص ما يمكن حدوثه عند تغير بعض معالم النموذج، ولتحقيق ذلك يتطلب الأمر دراسة تحليلية لنماذج السلاسل الزمنية بالاعتماد على الأساليب الإحصائية والرياضية.<sup>2</sup>

#### (1) مفهوم السلاسل الزمنية:

يطلق على مجموعة المشاهدات التي تمثل قياسات لظاهرة معينة خلال فترات زمنية محددة تعبير السلسلة الزمنية Time Series ، فالسلسلة الزمنية هي عبارة عن سجل تاريخي لنشاط معين بقياسات مأخوذة على فترات زمنية متساوية أو بتعبير آخر هي قيم لمتغير معين مرتبط بالزمن، ويجب في جميع الأحوال أن تكون هذه القياسات متناسقة في طريقة القياس وفي طبيعة الظاهرة أو النشاط.

فكرة تحليل السلاسل الزمنية ببساطة هي تقدير نموذج رياضي يمكنه أن يحاكي تقريبا التدرج التاريخي لتلك الظاهرة بحيث يمكنه أن يقدر بدقة قيم السلسلة الزمنية ويمكن استخدامه للتنبؤ بقيم مستقبلية لهذه الظاهر، ويعتبر أسلوب تحليل السلسلة الزمنية فقط أحد الأساليب المستخدمة في عمليات التنبؤ الإحصائي، فهناك أساليب أخرى قد يكون أساسها أيضا أسلوب تحليل السلاسل الزمنية أو أسلوب الانحدار المتعدد أو أي أسلوب آخر. وتقوم طريقة تحليل السلاسل الزمنية على فكرة إيجاد نموذج رياضي مناسب لطبيعة البيانات بحيث يجعل البواقي (الأخطاء) (Residuals)، وهي الفرق بين القيم الحقيقية للسلسلة والقيم المقدرة باستخدام ذلك النموذج الرياضي، أقل ما يمكن وليس بها ترابط داخلي فيما بينها.

كما ذكرنا سابقا فإن السلسلة الزمنية هي عبارة عن مجموعة من المشاهدات التي تتولد على التوالي خلال الزمن، وتتميز أية سلسلة زمنية بأن بياناتها مرتبة بالنسبة للزمن، وأن المشاهدات المتتالية عادة ما تكون غير مستقلة، أي تعتمد على بعضها بعضا.

<sup>1</sup> الجوزي جميلة و العمري صفية، اختبار فرضية كفاءة الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف: دراسة حالة الجزائر والمغرب وتونس، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 23، 2017، ص 131.

<sup>2</sup> عبيد محمود محسن الزويبي و محمد سمير التكريتي، طريقة مقترحة لتحديد النماذج الكفوة للسلاسل الزمنية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الأساسية، المجلد 29، العدد 01، 2013، ص 39.

يمكن تعريفها على أنها:<sup>1</sup> قيم أو مقادير هذه الظاهرة في سلسلة تواريخ متتابعة مثل أشهر أو أيام أو سنين، وفي العادة تكون الفترات بين التواريخ متتالية متساوية. ويمكن تعريفها أيضا على أنها: "مجموعة من القياسات أو المشاهدات أو البيانات المرتبة بحسب فترات زمنية متعددة. ويفضل لقراءة هذه السلاسل استخدام عدد مناسب وليس قليلا من تلك الفترات، حيث أن التغيرات والتأثيرات يمكن أن تظهر وبشكل واضح لسلسلة زمنية بعدد من الفترات ولنكن 53 فترة أفضل من العدد 15 فترة.

## (2) مركبات السلاسل الزمنية:

وجدنا سابقا أن أحد أهداف دراسة السلسلة الزمنية هو وصف الظاهرة موضع الدراسة والتعرف على التغيرات المختلفة التي طرأت عليها خلال الفترة الكلية المتاحة بسبب العوامل المختلفة التي تتعرض لها الظاهرة، وفي واقع الأمر يمكن القول أن التغيرات التي تطرأ على الظاهرة من فترة زمنية لأخرى تحدث بسبب مجموعة من العوامل نتطرق لها فيما يلي:<sup>2</sup>

● **الاتجاه العام:** عند فحص نمط التغير لظاهرة موضع الدراسة من خلال المنحني الزمني (أو من خلال البيانات) كثيرا ما يلاحظ وجود تغيرات بطيئة وتدرجية على المدى القصير (بالزيادة أو النقصان) وميل عام إلى التزايد على المدى الطويل، ويقال في هذه الحالة أن للظاهرة اتجاها عاما بالزيادة. وعلى العكس قد يلاحظ وجود تغيرات بطيئة وتدرجية على المدى القصير وميل عام إلى التناقص على المدى الطويل، ويقال في هذه الحالة أن للظاهرة اتجاها عاما بالنقصان. وقد يكون للظاهرة اتجاها عاما بالتزايد في البداية واتجاها عاما بالتناقص في نهاية الفترة الزمنية. ومن ثم يمكن تعريف الاتجاه العام في السلسلة بأنه التحركات الصاعدة أو الهابطة في مستوى السلسلة على المدى الطويل *long time variations*. والاتجاه العام هو محصلة مجموعة أخرى من العوامل أو المؤثرات الهامة، وفي واقع الأمر أن تعريف الاتجاه العام في حالة السلاسل المحدودة يكون في غاية الصعوبة وقد يحدث لبس في التطبيقات العملية بين الاتجاه العام والنظام الدوري الذي قد تتصف به الظاهرة.

● **التغيرات الموسمية:** ويطلق عليها أحيانا التقلبات الموسمية وهي التغيرات التي تؤدي إلى حدوث نمط دوري كامل في السلسلة يتكرر بانتظام بعد عدد معين من الفترات الزمنية يشار إليه عادة بالرمز *S*. وتسمى السلسلة من هذا النوع سلسلة زمنية موسمية ذات دورة طولها *S*. ويختلف طول الدورة *S* باختلاف طبيعة البيانات، فقد يساوي 12 إذا كانت البيانات شهرية، ويتكرر النظام الدوري بعد كل 12 شهر أي على أساس سنوي.

● **التغيرات الدورية:** تعرف التغيرات الدورية بأنها التحركات طويلة الأمد التي تتكرر صعودا ونزولا على خط الاتجاه العام للسلسلة الزمنية لظاهرة ما. وإن أهم الأسباب التي تؤدي إلى حدوث التغيرات الدورية في السلاسل الزمنية للطواهر ذات الطابع الاقتصادي أو التجاري هي الأسباب الاقتصادية، و يطلق

<sup>1</sup> سمرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2009، ص - ص: 71-72.

<sup>2</sup> سمير مصطفى شعراوي، مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، مركز النشر العلمي، جدة، 2005، ص - ص: 42-43.

على هذا النوع من التغيرات بالدورات الاقتصادية، إذ تعكس الفترات الزمنية المتعاقبة للظواهر الاقتصادية حالات الكساد أو الرفاه الاقتصادي التي تتصف بها بعض الدول. و حدث التغيرات الدورية بشكل منتظم نتيجة تأثر السلسلة الزمنية بعوامل دورية وبأقل عدد من التغيرات الفصلية.<sup>1</sup>

• **التغيرات العشوائية:** وهي التغيرات التي تحدث في قيم الظاهرة المدروسة نتيجة لعوامل فجائية ولعوامل الصدفة أي أنها حركات غير منتظمة قد تحدث من وقت لآخر بسبب الحروب والكوارث الطبيعية، وهي عشوائية التوزيع على المدى البعيد ونادرة الوقوع لذا يجب تمييزها عن الحركات والتغيرات التي تعمل طيلة الوقت وقد تكون ذات تأثيرات موجبه في فترات زمنية معينه وسالبة في فترات أخرى ولا بد من استبعاد هذه التغيرات من السلسلة الأصلية عند القيام بدراسة الاتجاه العام لأغراض التنبؤ إذ أنها بالرغم من قصر مدتها قد تكون قوية بالشكل الذي يؤدي إلى تغيير السلسلة الزمنية فتغير اتجاهها العام وحركتها الموسمية أو الدورية.<sup>2</sup>

### (3) تحليل السلاسل الزمنية:

إن تحليل السلسلة الزمنية إلى مركباتها يتطلب تحديد شكل لها وهذا يعنى أن تحدد العلاقة بين مكونات السلسلة الزمنية وهناك ثلاث نماذج شائعة:

النموذج الأول: النموذج التجميعي ويفترض أن قيمة السلسلة الزمنية للظاهرة المدروسة  $Y$  عبارة عن مجموع المركبات:  $Y = T + S + C$  ويستعمل هذا النموذج إذا كانت جميع المركبات مستقلة عن بعضها البعض، بمعنى آخر أن حدوث أحد المركبات لا يؤثر على حدوث المركبات الأخرى، كما يتم التعبير عن قيم كل المركبات بقيم عددية.

النموذج الثاني: النموذج الجدائي ويفترض أن قيمة السلسلة الزمنية تساوي حاصل ضرب المركبات، حيث يكون شكل هذه السلسلة الزمنية متزايد على شكل تزايد متتالية هندسية، ويعبر عن قيمة الاتجاه العام بقيمة عددية بينما يتم التعبير عن باقي المركبات بنسب مئوية كما يمكن تحويل النموذج الجدائي إلى نموذج تجميعي وهذا بإدخال اللوغاريتم.

النموذج الثالث: النموذج المختلط وهو مزيج بين النموذجين السابقين، وبالتالي يمكن تشكيل نماذج مختلفة، وذلك بكتابة العديد من العلاقات الرياضية التي تربط بين مركبات السلسلة الزمنية.

تتمثل أدوات تحليل السلاسل الزمنية في مجموعة من الطرق الإحصائية والرياضية التي تعالج السلاسل من طبيعتها وجعلها مستقرة لكي تسهل عملية التنبؤ للفترات المقبلة، وفيما يلي أهم الأساليب المستخدمة في تحليل السلاسل الزمنية:

• **طريقة المتوسطات المتحركة:** تستخدم هذه الطريقة متوسط قيم  $n$  من البيانات الأكثر حداثة في السلسلة الزمنية للفترة القادمة حيث أنه كلما كانت المشاهدة الجديدة متوفرة في السلسلة الزمنية،

<sup>1</sup> ناهده سعيد حسين زعرب، تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2012، ص 30.

<sup>2</sup> مصطفى سعيد فهد ومحمد عبد الحسين غانم، استخدام طريقة بوكس جينكنز للتنبؤ بالأحمال الكهربائية الشهرية، جامعة القادسية، 2015، ص 7.

تستبدل من المشاهدة الأقدم ويحسب متوسط جديد، ونتيجة لذلك سيتحرك المتوسط كلما توفرت مشاهدات جديدة، والمراد في هذه الحالة التنبؤ لفترة زمنية مستقبلية واحدة، وتعتبر هذه الطريقة من الطرق السهلة وسريعة الاستعمال وقليلة التكلفة، ولكن ما يؤخذ عليها أنها تتجاهل التغيرات الموسمية والدورية، إضافة لكونها تحتاج لكمية كبيرة من البيانات السابقة، ولاستخدام هذا النموذج فإنه يجب اختيار أولاً عدد قيم البيانات التي يجب أن تتضمن في المتوسط المتحرك (قيمة معامل النموذج)، أي بمعنى آخر عدد الفترات التي يحسب متوسط قيم المتغيرات لها ولتحديد عدد الفترات المناسبة لهذا الأسلوب، يجب استخدام فترات مختلفة لنفس البيانات ومن ثم قياس دقة التنبؤ لكل منها، ومن ثم اختيار عدد الفترات التي تكون فيها معايير الخطأ أقل من غيرها. وتعتمد هذه الطريقة على أخذ المتوسط الحسابي لعدد من السنوات، حيث يفترض أن هذا المتوسط يتبع التقلبات الموسمية والدورية والعرضية، حيث إن مثل تلك التأثيرات يظهر تأثيرها عادة في الصعود أو الهبوط على القيم الظاهرة وبالتالي فإن المتوسط الحسابي كفيلاً بموازنة تلك التقلبات وإزالتها.

- **طريقة المتوسطات المرجحة:** هذه الطريقة مشابهة لطريقة المتوسطات المتحركة غير أن هذه الطريقة تحتاج إلى معاملين هما عدد الفترات لقياس المتوسط لقيم المتغير، والأوزان التي تعطي لكل متغير من المتغيرات التي تقع ضمن عدد الفترات السابقة. بحيث يكون مجموع هذه الأوزان يساوي واحداً صحيحاً، ويتم استخدام دقة التنبؤ لتحديد قيمة الأوزان وعدد الفترات المناسبة للبيانات. وبشكل عام إذا كان الاعتقاد بأن الماضي القريب أفضل للتنبؤ بالمستقبل عن الماضي البعيد، فيجب حينها إعطاء الأوزان الأكبر إلى المشاهدات الأكثر حداثة، ومن ناحية أخرى، عندما تكون السلسلة الزمنية متغيرة إلى حد كبير، قد يكون أفضل اختيار هو إعطاء أوزان متساوية تقريباً لكل من قيم البيانات.<sup>1</sup>
  - **التمهيد الآسي:** يقصد بالتمهيد محاولة تقليل التغيرات في قيم السلسلة حول خط المنحنى الذي يمثل النمط العام للسلسلة، ويعتمد التمهيد الآسي على حساب ما يعرف باسم المتوسط المتحرك Moving Average كوسيلة تمهيد، وهو عبارة عن سلسلة من المتوسطات الحسابية لقيم متتالية من السلسلة تتحرك على طول زمن السلسلة لتشكل سلسلة جديدة. ويحسب المتوسط المتحرك وفق ترتيب معين يتمثل في طول الفترة أو عدد قيم السلسلة المتتالية التي تدخل في الحساب.<sup>2</sup>
- يعتبر التمهيد الآسي حالة خاصة من طريقة المتوسطات المتحركة المرجحة، التي تستخدم في التنبؤ القصير المدى لفترة واحدة في المستقبل. ويعتبر هذا الأسلوب أكثر بساطة من غيره لكونه يتطلب عدداً قليلاً من البيانات ولا يعد مكلفاً كذلك ومفيداً للمؤسسات التي تعمل تنبؤات كثيرة كل فترة، يحتاج هذا النموذج إلى وزن واحد هو معامل النموذج يسمى معامل التمهيد، كما تحدد قيمة هذا المعامل باختيار عدة أوزان وتطبيقها على البيانات المتوفرة، ومن ثم استخدام دقة القياس لاختيار الأقل خطأ لاعتماده.

<sup>1</sup> سحنون فاروق، استخدام الأساليب الكمية لاتخاذ القرار ودورها في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية، أطروحة الدكتوراه، جامعة سطيف، 2018، ص 116.

<sup>2</sup> نايف بن رشيد الجابري وكمال حسني بيومي وإبراهيم بن عبد الله المحيسن، استشراف مستقبل التعليم بمنطقة المدينة المنورة بتطبيق السلاسل الزمنية، ص 24.



## المبحث الثاني: الاتجاهات الحديثة في نقد نظرية كفاءة الأسواق المالية

يقوم منظور نقد فرضية كفاءة أسواق المال على فرضيتين على جانب كبير من الأهمية، الفرض الأول أن أسعار الأسهم في السوق لا يمكن أن تعتبر مؤشرا رشيدا للظروف الاقتصادية المستقبلية. أما الفرض الثاني فهو أن المستثمر يمكنه تحقيق عائد متميز بحسن إختياره للأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة، وبحسن توقيتها للقرار الاستثماري. وإذا لم تتوافر له المهارات التي تضمن حسن الاختيار وحسن التوقيت، فيمكنه على الأقل الاستعانة بالمستشارين المحترفين.

وفي هذا الصدد يشير "كين" إلى أن هناك دراسات عديدة قد أثبتت أن حركة الأسهم هي حركة عشوائية، ما يعني وفقا لما سبقت الإشارة إليه أن سوق رأس المال يتميز بالكفاءة، بمعنى أن التغير في الأسعار هو استجابة للمعلومات التي ترد إلى المتعاملين. غير أنه يشير كذلك إلى وجود دراسات أخرى عديدة كشفت عن أن أسعار الأسهم ترتبط بمتغيرات لا علاقة لها بالمعلومات، فأسعار الأسهم في السوق ترتفع أو تنخفض في شهور معينة من السنة أو أيام معينة من الشهر.

باختصار هناك أسانيد للمنظور الذي لا يعترف بفكرة كفاءة السوق، وفي ظل هذا المنظور يتساوى الادعاء بأن ما حدث في بعض الأسواق بمثابة ردود أفعال مبالغ فيها، أو أنه تصحيح لأوضاع سابقة، فتصحيح الأوضاع يعد في حد ذاته شهادة بعدم كفاءة السوق وإلا لما ظلت الأسعار مغال فيها لمدة طويلة.<sup>1</sup> من أجل ذلك نتطرق في هذا المبحث لأهم وجوه القصور التي شخصها مختلف الباحثين في مجال كفاءة الأسواق المالية وبعض النظريات المفسرة لها.

### المطلب الأول: أوجه القصور في الأسواق المالية

في بداية الثمانينات، كان هناك شبه إجماع عام بأن كفاءة أسواق رأس المال بدأت تتلاشي، لأن الباحثين اكتشفوا شذوذ (عدم اتزان) في عوائد الأسهم، الشذوذ الأول هو كون المنشآت ذات PER الضعيف تحقق عوائد تفوق العادي، فهناك حالات كثيرة تسجل فيها عدم توازن عائد السوق، أو عدم كفاءة سوق رأس المال حيث تبعد القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية.<sup>2</sup> حيث يعتبر عمليا من الاستحالة أن تكون هناك بورصة مهما كانت درجة تطورها تتسم بكفاءة مطلقة أو باتساق معلوماتي تام، إذ السائد هو وجود عناصر مشتركة من الكفاءة واللاتساق. فمثلا، تثبت بعض الدراسات بأن هناك مظاهر لا تتسق وفرضية السوق الكفاء، كتحقيق المستثمرين لعوائد زائدة في بعض الفترات.<sup>3</sup>

### الفرع الأول: الحدود الداخلية لنظرية كفاءة الأسواق المالية

تزامن إتجاه المؤيدين لجمع الدلائل التطبيقية المؤيدة لصحة فرضية الكفاءة المعلوماتية، في الأسواق المالية المتطورة إهتماما من قبل الباحثين لإثبات النقيض، من خلال سلسلة من الاختبارات التجريبية لمدى قدرة الأسعار على إستيعاب وعكس المعلومات المتاحة باختلاف مستوياتها، وإذا كانت

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندی، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المصارف، الاسكندرية، 1993، ص 608.

<sup>2</sup> لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال واثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 161.

<sup>3</sup> رفيق مزاهدية، كفاءة الأسواق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، رسالة ماجستير، جامعة باتنة، 2007، ص 115.



هذه الإختبارات قد كشفت عن دلائل تجريبية مهمة عن أوجه القصور في فرضية الكفاءة المعلوماتية، فإن هناك تحديات منهجية وحدود داخلية تقف حجرة عثرة في سبيل واقعية فرضية كفاءة المعلوماتية.

## 1- تناقض قروسمان ستيغليتز:

ينبع هذا التناقض من داخل النظرية ويلقي الضوء على السلوك العقلاني بالرغم من أنه مناقض لنموذج كفاءة السوق المالي، إذ يقول الباحثان في هذا الشأن: "إذا كان السعر كفؤًا وكانت المعلومات مكلفة فمن العقلاني عدم البحث عن المعلومات، والإكتفاء بملاحظة السعر، وبالنتيجة لن يكون السعر كفؤًا"، بمعنى أنه لا يمكن للسعر أن يكون كفؤًا حين تكون المعلومات مكلفة، وهذا ما يثبت أن السوق ليس مثاليًا، إذ لا يتطابق السعر مع القيمة الحقيقية وإنما يظل قريبًا منها لأجل دفع المستثمرين للبحث عن المعلومات وتحقيق أرباح من فرق السعر. كما يشكل مفهوم التوقعات العقلانية في النظرية المالية جوهر نظرية كفاءة الأسواق، والحديث عن التوقع يقود إلى الحديث عن قاعدة المعطيات التي يتم الاعتماد عليها، هذه الأخيرة تضم جملة من المعلومات يمكن تصنيفها إلى مجموعتين: مجموعة المتغيرات الأساسية التي ترتبط مباشرة بالمتغيرات المدروسة (الأسعار، توزيعات الأرباح. . . الخ) ومجموعة المتغيرات الإضافية التي يحتمل أن تؤثر بشكل غير مباشر عند أخذها في الحسبان، إذ يظهر تأثيرها الفعلي حيث يتوقع بعض المستثمرين أن غيرهم يعتقد أن حدثًا ما، في العادة لا علاقة له بالسوق، سيؤثر على حركة الأسعار. وتمثل أهم الإنتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الأسواق المالية فيما يلي:<sup>1</sup>

- عدم دقة التوقعات العقلانية للأفراد والمؤسسات، حيث من غير المستبعد إرتكاب الوحدات الاقتصادية لأخطاء نمطية عند صياغة التوقعات، لجهلها بالنموذج الصحيح للتوقع أو إهمالها لبعض المعلومات والمتغيرات التفسيرية؛

- عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المكونة للسوق، لوجود عراقيل تحول دون حصول الوحدات الاقتصادية على المعلومات المناسبة في بناء التوقعات الرشيدة وفقًا للأساسيات الاقتصادية؛

- تجاهل الفرضية لتكلفة جمع واستخدام المعلومات، وقصور الرؤية الاقتصادية للوحدات بشأن اختيار النموذج القياسي المرجح الصحيح المفسر للظواهر، سيما في ظل التغيرات الهيكلية الناتجة عن إجراءات السياسة العامة وحالة عدم التأكد لدى الوحدات فيما يتعلق بنماذج التوقع المثلى.

## 2- التحكيم (المراجعة):

لقد كان روس Rass هو أول من طرح مفهوم التحكيم عام 1976، ويعرفه كل من Robert Mertom و Zvi Bodie بكونه: "الشراء ثم البيع الفوري لأصول متماثلة بهدف الإستفادة من فارق السعر بين العمليتين"، ويرتكز التحكيم على قانون السعر الوحيد الذي ينص على أنه: "في سوق تنافسي يكون لأصلين متماثلين نفس السعر". كما يعرف على أنه الشراء والبيع المتزامن لنفس الورقة المالية على مستوى سوقين مختلفين وبأكبر سعر ممكن، وعليه فإن وظيفة المحكمين هي العمل على تصحيح السعر

<sup>1</sup> برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018، ص 54.

عند إنحرافه مؤقتاً عن قيمته الحقيقية (التي تعكس المعلومات الأساسية حول الشركة)، ولشرح كيفية حدوث هذه العملية نعطي مثالا بورقة مالية لها بديل أمثل أي ورقة مالية أخرى بنفس مستوى الخطر النظامي يفترض أن يكون لكلتا الورقتين نفس السعر عند التوازن، وفي الحالة العكسية تكون هناك إمكانية تحقيق ربح دون تحمل أي خطر من خلال القيام بعمليتين مترامنتين: بيع الورقة الأعلى و شراء الورقة الأقل ثمناً، فإذا انتهج جميع المستثمرين العقلانيين هذا السلوك فستؤدي كثرة الطلب على الورقة الأقل سعراً إلى إرتفاع ثمنها، في حين أن كثرة المعروض من الورقة الأعلى سعراً ستؤدي إلى إخفاض ثمنها. بالتالي سيعمل سلوك المحكمين على تساوي سعر كلا الورقتين، بحيث كلما كانت هذه العملية أسرع كان السوق أكثر كفاءة، وعلى مستوى سوق مثلى تعطى جميع الأوراق ذات خطر نظامي متماثل عوائد متماثلة (نفس السعر).

### 3- الممارسات غير الأخلاقية والفقاعات المالية:

كشفت التحقيقات عن حدوث الانحرافات وممارسات غير أخلاقية في الأسواق المالية، يعتقد في أنها كانت سببا في حدوث العديد من الأزمات، ومن أبرز صور الانحراف التي انتابت التعامل في الأوراق المالية خلال فترة الكساد العظيم هي:<sup>1</sup>

- **البيع الصوري أو المظهري:** يقصد بالبيع الصوري أو المظهري Wash Sale خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي يذكر عليه، فالمستثمر المخادع الذي يرغب في شراء أسهم منشأة ما بأقل من السعر الجاري لها، يمكنه - إذا كان سوقها غير نشط - أن يمارس البيع المظهري وذلك بأن يشتري جزء من احتياجاته بالسعر الجاري، ثم يعيد بيعها لأكثر من بيت من بيوت السمسة تحت أسماء بعض أقاربه أو أصدقائه ربما بأسعار أقل، ما من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض قيمتها السوقية بشكل يوحى للمتعاملين بتدهور حالة المؤسسة. وهنا قد يصاب بعض المستثمرين بالذعر مما يدفعهم للتخلص من هذه الأسهم، الأمر الذي يترتب عليه مزيد من الهبوط في أسعارها وحينئذ يدخل المستثمر المخادع مشتريا.

- **شراء بغرض الاحتكار:** يقصد به قيام شخص ما بالعمل على شراء كل أو معظم الكميات المعروضة من ورقة مالية ما وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، يمكنه فيما بعد من بيع الورقة للراغبين في شرائها بالسعر الذي يراه. وفي بعض الحالات يحصر الشخص المذكور نشاطه الاحتكاري في شراء الأسهم التي لها سوق رائج للبيع على المكشوف وذلك حتى يحتكر تداولها فترتفع قيمتها السوقية ويحقق ربحاً مضموناً.

- **استغلال ثقة العملاء:** وهي الممارسات غير الأخلاقية من قبل السماسرة اتجاه أحد العملاء وذلك بإبرامه صفقات نيابة عنه، أو تشجيعه على إبرام صفقات على أساس معلومات مضللة، حيث يحصل السماسر على عمولة من صفقات البيع والشراء سواء كانت تلك الصفقات مربحة أو غير مربحة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندی، إدارة المنشآت المالية وأسواق رأس المال، مطبعة الدلتا، الاسكندرية، 2011، ص-ص: 475-476.

- **اتفاقيات التلاعب:** تتم اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية بواسطة شخصين أو أكثر، وتستهدف إحداث تغييرات مفتعلة في أسعار الأوراق المالية بغرض تحقيق الربح، وقد تشمل العضوية في مثل هذه الاتفاقيات سماسرة، وعاملين في بعض المنشآت التي لها أوراق مالية متداولة.

تعرف أزمة الأسواق المالية بأزمة انفجار الفقاعة المالية وتحدث عند قيام المضاربين بشراء أصل مالي بسعر يفوق قيمته الحقيقية في ظل توقع مكاسب رأسمالية عالية، ولعل أهم ما يميز ظاهرة الفقاعة المالية هي طريقة انفجارها بمعنى التدهور المفاجئ في الأسعار، الذي يلحق خسائر كبيرة بالمدخرين ويؤدي إلى انخفاض مستمر في قيمة الأصول المعنية ومن تدهور مستمر في مجموع الاقتصاد.<sup>1</sup>

كما إن الفقاعات الكبرى تضم مجموعة من السمات أو الاتجاهات والتي تحمل كل واحدة منها خلافاً أو أكثر يمكن أن يقود أو يولد أزمة أصغر، والفقاعة الكبرى التي برزت في الثمانينات والتي وجدت جذورها في انهيار نظام (برتن وودز) وقطع الولايات المتحدة الأمريكية العلاقة بين الدولار والذهب عام 1971 وفاقمها بروز الرأسمالية المتشددة مثل سابقتها تضم ثلاثة اتجاهات:<sup>2</sup>

- التوسع الكبير في الائتمان الاستهلاكي والعقاري؛
- عولمة الأسواق المالية؛
- التخلص من القوانين والتعليمات المنظمة للأسواق المالية وزيادة اللجوء إلى ما اصطلح عليه الابتكارات الجديدة في الأدوات المالية.

إن الفقاعة هذه تمثل نتاجاً مثالياً لترابط السمات (الاتجاهات) الثلاثة السابقة وتراكمات الخلل الملازمة لكل سمة منها، وهي بالإضافة إلى كونها نتاج تراكمات لأزمات عالمية كبيرة بدءاً بأزمة الثلاثينات ولكن بشكل خاص لمرحلة الثمانينات وسيادة أفكار الرأسمالية المتشددة الجديدة التي حكمت قواعد النظام المالي العالمي وبدأت بالتبشير بضرورة التخلص نهائياً من كل أشكال التدخل الحكومي، بالإضافة لذلك فهي أيضاً وبالدرجة الأساس تكمن في جوهر اقتصاد السوق.

### الفرع الثاني: انحرافات السعر (Price Anomalies)

واجهت فرضية كفاءة السوق الكثير من الانتقادات والحالات التي فندتها، فلقد وجد الباحثون الكثير من انحرافات السعر عن القيمة العادلة والحالات التي يمكن للمستثمر أن يتوقع السعر المستقبلي ويبني استراتيجيته الاستثمارية تبعاً لها ويحقق عائداً غير عادياً.

#### 1- انعكاس السعر (Price Reversal)

يرتبط هذا الانحراف بفرضية رد الفعل المبالغ به Overreaction Hypothesis التي تنص على أن المستثمرين يقومون برد فعل مبالغ به للمعلومات الجديدة التي ترد إلى سوق عن السهم. ديبوندت وتايلر (Debondt and Thaler 1987) هما أول من استخدم الفرضية المأخوذة من علم النفس لتفسير

<sup>1</sup> قداري أحمد، سياسة إدارة الأزمات: دراسة تقييمية للتطور الوظيفي لدور الدولة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجليلي اليابس، سيدي بلعباس، 2017، ص 69.

<sup>2</sup> قحطان عبد سعيد السمرائي، اقتصاد الفقاعات: دراسة في جذور الأزمة في الاقتصاد الرأسمالي مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد 20، 2009، ص 225.

سيكولوجية المستثمر وبالتالي حركة الأسهم في السوق المالي. وجد الباحثان أن المستثمرين يستجيبون بشكل مضاعف للأحداث غير المتوقعة وبالتالي فإن السعر يعكس اتجاهه على المدى الطويل (3-5 سنوات) عندما يصحح السوق نفسه. درس هذان الباحثان بورصة نيويورك على الفترة (1962-1982) حيث شكلا نوعان من المحافظ الاستثمارية، محافظ الأسهم الرابحة ومحافظ الأسهم الخاسرة. وعرفا الأسهم الرابحة على أنها الأسهم التي حققت عوائد غير عادية خلال فترة سنة، وستين وخمس سنوات سابقة أما الأسهم الخاسرة فهي الأسهم التي حققت خسائر على نفس الفترة من الزمن. افترض الباحثان استثمار المحافظ لمدة ثلاث سنوات بعد فترة التكوين وتوصلا إلى دليل يثبت ظاهرة انعكاس السعر على المدى الطويل، فالأسهم الخاسرة حققت أرباحا غير عادية في فترة الاستثمار والأسهم الرابحة حققت خسائر على نفس الفترة، وفسر الباحثان حالة انعكاس السعر برد الفعل المبالغ به للمستثمرين.

## 2- استمرارية العائد (الزخم) (Return Continuation (Momentum))

يرتبط هذا الانحراف بفرضية رد الفعل المتدني للمستثمرين (Under reaction Hypothesis) حيث تنص هذه الفرضية على أن السهم يستمر في نفس الاتجاه (يحقق أرباح وخسائر غير عادية) على المدى القصير (3-12 شهرا) وذلك بسبب رد الفعل المتدني للمستثمرين لأي معلومة جديدة ترد إلى السوق عن سهم معين. جيقاديش وتايتمان (Jegadeech and Titman. 1993) هما أول من وجد دليل لاستمرارية العائد على المدى القصير والمتوسط (3-12 شهرا). قام الباحثان بدراسة بورصتي نيويورك وأميكس على الفترة (1965-1989) حيث قاما بتكوين ست عشر إستراتيجية استثمارية اعتمادا على العائد التراكمي للأسهم خلال (3-12 شهرا) سابقة وبافتراض فترة استثمار (3-12 شهرا) أيضا. تقوم الاستراتيجيات على شراء الأسهم الرابحة وبيع الأسهم الخاسرة وهي تسمى باستراتيجية الزخم Momentum Strategy أو استراتيجية القوة النسبية (Relative Strength Strategy) وجد الباحثان بأن هذه الاستراتيجيات تنجح في تحقيق عائد غير عادي فمثلا المحفظة التي تم تكوينها على أساس أدائها خلال الستة أشهر السابقة تحقق عائد تراكمي مقداره 9.5% خلال الاثني عشر شهرا التالية ويقل هذا العائد إلى النصف خلال فترة عامين. أشار الباحثان إلى أن هذا العائد غير مبرر بالمخاطر التي يتضمنها الاستثمار في هذا السهم وفسر نتائجها بفرضية رد الفعل المتدني حيث أن المستثمرين يردون بشكل بطيء ومتدني للمعلومات التي ترد إلى السوق والمتعلقة بالشركة على المدى القصير مما يسبب استمرارية في العائد.

## 3- انحراف مضاعف السعر إلى الربح P/E Ratio Anomaly:

ويعرف هذا المضاعف على أنه سعر السهم في السوق مقسوما على حصة السهم من صافي الأرباح وتبعا لهذا الأثر فإن الأسهم التي تتمتع بمضاعف أقل تتفوق في أدائها (تحقق عائدا أعلى) من الأسهم التي لها مضاعف أكبر مع تساوي المخاطر بين النوعين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> ديماء وليد حنا الربضي، الأسواق المالية: تركيبها؛ كفاءتها؛ سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأردن، 2015، ص 89.

**4- انحراف الأسهم صغيرة الحجم (Size Effect) - Small Firm Effect:**

يقاس حجم الشركة إما بمجموع أصولها أو برأس مالها السوقي ويعرف الأخير على أنه قيمة السهم مضروباً بعدد الأسهم المصدرة للشركة، وفقاً لهذا الانحراف فقد وجد زاروين (Zarwin 1990) بأن أسهم الشركات الصغيرة الحجم تحقق عائداً أعلى من أسهم الشركات كبيرة الحجم رغم تساوي المخاطر بين الفئتين من الأسهم.

**5- انحرافات التقويم Calendar Anomalies**

وهي الحالات التي استطاع المستثمرون من خلالها أن يحققوا عائداً غير عادي باستخدام استراتيجيات استثمارية تعتمد على التقويم السنوي فمثلاً وجد بعض الباحثين بأن عائد الأسهم تتصف بالموسمية خلال أيام معينة وأشهر معينة من السنة ونذكر منها:

**أ- انحراف أيام الأسبوع Day of the week Anomaly:**

ويسمى أيضاً تأثير الاثنين (Monday Effect). وجد فرينش (Frensh, 1980) والكثير من الباحثين بأن عوائد الأوراق المالية تكون متدنية يوم الاثنين (في بداية الأسبوع) ومرتفعة في نهاية الأسبوع بمعنى أن الأسعار تنخفض في بداية الأسبوع وترتفع في نهايته وأطلقا على ما يحدث يوم الاثنين (أثر الاثنين) (وما يحدث في في نهاية الأسبوع) (أثر نهاية الأسبوع End of the week Effect) وتبعاً لهذا فإذا قام المستثمر بشراء الأسهم يوم الاثنين ثم قام ببيعها يوم الجمعة فإنه سيحقق عائداً غير عادياً ولكن بعد أخذ تكلفة التداول بعين الاعتبار.

**ب- أثر نهاية السنة أو أثر جانفي (End of the Year Effect or January Effect):**

لوحظ أن معظم الأسهم تتحرك بشكل غير عادي في الشهر الأول من السنة، هذا التحرك أصبح معروفاً لدى الجميع وهو ما يتناقض مع فرضية السير العشوائي للأسعار<sup>1</sup>، وقد فسر الباحثون هذا الانحراف بأثر الجباية الضريبية حيث إنه حتى يقلل المستثمرين من الدخل الخاضع للضريبة فإنهم يقومون ببيع الأسهم في نهاية السنة وإعادة شرائها، وبذلك ينخفض الوعاء الضريبي وبالتالي تقل الضرائب التي يدفعونها أما الاستراتيجية الاستثمارية التي يمكن للمستثمر اتباعها للاستفادة من هذا الأثر هي أن يشتري الأسهم في نهاية السنة ويبيعها في بداية السنة التالية بأسعار أعلى فيحقق عوائد غير عادية.

**ج- أثر تغير الشهر Turn of the Month Effect:**

ويعرف هذا الأثر بأن معظم أرباح الأسهم تتحقق في الأيام الأخيرة من الشهر والأيام الأولى من الشهر التالي، وربط البعض هذا الأثر بالرواتب التي تقبض في آخر الشهر عادة.

**6- أثر الأسهم المتجاهلة (Neglected Firm Effect):**

وتعرف الأسهم المتجاهلة على أنها الأسهم البعيدة عن الأضواء أي أنها بعيدة عن المحللين الماليين وشركات الاستثمار وتبعاً لهذا الأثر فإن أسهم هذه الشركات تحقق عوائد أعلى من أسهم الشركات

<sup>1</sup> Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marches financiers, 9 eme edition, PEARSON, Paris, 2010, page 184.

التي تحت الضوء والتحليل المالي بشكل مستمر، ويفسر البعض هذا الأثر بأثر أسهم الشركات صغيرة الحجم حيث أن معظم الشركات المتجاهلة هي شركات صغيرة الحجم بينما تكون الشركات الكبيرة عادة تحت الضوء.

### الفرع الثالث: الانحرافات الفنية

يمكن حصر الانحرافات أو التشوهات الفنية فيما يلي:<sup>1</sup>

**1- أثر الزخم:** لوحظ في أسواق المال بأن الأسهم التي شهدت أسعارها إرتفاعا في الماضي تميل إلى إعطاء أفضل العوائد في المستقبل والعكس، وهذا يعد خرقا لنظرية الكفاءة لأنه في سوق كفاء من المستحيل أن تتبع الأسعار نمطا محددًا لأنها تسلك سيرورة عشوائية.

**2- أثر إضافة ورقة مالية جديدة إلى مؤشر السوق:** من خلال دراسة Shleifer سنة 1980 للأثر الناتج عن إضافة ورقة مالية إلى عينة مؤشر الأسعار، حيث توصل إلى أن سعرها يرتفع بمجرد إضافتها إلى العينة، حيث يمكن أن يصل هذا الارتفاع إلى نسبة 3%، وهذا مالا يتوافق مع إفتراض النظرية التقليدية لكفاءة السوق والتي تنص على أن الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق تكون متماثلة وتشكل بديل أمثل فيما بينها.

**3- أثر الاكتتاب الأولي:** يعتبر الاكتتاب الأولي لأصول أي شركة بمثابة حادث مهم لدراسة التشوهات التي يمكن ملاحظتها في السوق المالي المدرجة فيه، حيث بينت العديد من الدراسات أن الشركات التي تدرج لأول مرة في البورصة عادة ما تكون أوراقها المالية مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية.

### الفرع الرابع: تفسيرات مؤيدة لنظرية كفاءة السوق المالي

فسر بعض الباحثين الانحرافات عن فرضية كفاءة السوق تفسيرات مختلفة تؤيد الكفاءة وتعزو وجود العوائد غير العادية إلى عدم قدرة نماذج العائد والمخاطرة على تفسيرها أو إلى أخطاء في المنهجية المستخدمة في الأبحاث أو إلى عوامل في نفسية المستثمر فنذكر من هذه التفسيرات ما يلي:

#### 1- تفسير أثر الحجم Size Effect Explanation:

قام زاروين (Zarwin, 1990) باختبار نتائج ديبونت وتايلر ولكن بعد أخذ حجم الشركات بعين الاعتبار حيث أجري اختبارين: في الاختبار الأول قارن بين محافظ الأسهم الرابحة ومحافظ الأسهم الخاسرة لشركات تتماثل في حجمها ووجد عدم وجود فروق في عوائدها ما عدا في شهر جانفي. أما في الاختبار الثاني فقد قام بنفس التحليل على شركات مختلفة في الحجم فوجد بأن محافظ الأسهم الرابحة تتفوق على محافظ الأسهم الخاسرة عندما تكون صغيرة الحجم بينما تتفوق محافظ الأسهم الخاسرة على الأخرى الرابحة عندما تكون الشركات الخاسرة أصغر حجما. وبالتالي فإن ما توصل إليه زاروين يؤكد بأن نتائج ديبونت وتايلر غير مرتبطة برد الفعل المبالغ به للمستثمرين إنما باختلاف حجم الشركات تحت الدراسة.

<sup>1</sup> برارمة ريمة وحاج صحراوي حمودي، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية والموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، ص 13.



**2- تفسير الخطورة Risk Explanation:**

وجد مجموعة من الباحثين بأن الأرباح غير العادية التي سجلتها مجموعة من الدراسات ما هي إلا نتيجة عدم قدرة نماذج تسعير الأصول الساكنة التي استخدمتها هذه الدراسات على تفسير هذه العوائد بالمخاطر المتغيرة عبر الزمن (الديناميكية). فمثلا وجد شان (Chan, 1988) بأن العوائد المحققة ما هي إلا تعويض عن المخاطر الديناميكية التي فشلت النماذج العادية الساكنة مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج فاما وفرينش في تفسيرها ولو تم أخذ هذه المخاطر بعين الاعتبار فسوف تكون هناك أرباح غير عادية وسنذهب إلى فرضية كفاءة السوق في التفسير.

**3- التفسير السيكولوجي (Psychological Explanation):**

ذهب بعض الباحثين إلى علم النفس لتفسير سيكولوجية المستثمر فقد ربط دانييل وآخرون رد الفعل المتدني ورد الفعل المبالغ به بظاهرتين هما الثقة المفرطة (Overconfidence) والعزو الذاتي المتحيز (Biased Self Attribution). وأكد بأن هاتين الظاهرتين هما اللتان تسببان استمرارية العائد على المدى القصير وانعكاسه على المدى الطويل، فالثقة المفرطة هي ثقة المستثمر الزائدة بتوقعاته واعتقاداته وقدراته أما العزو الذاتي المتحيز فمعناه أن ثقة المستثمر تزداد بشكل كبير إذا جاءت المعلومات في السوق متجانسة مع توقعاته وتقل بشكل متوسط إذا تناقضت المعلومات الواردة مع توقعاته حيث يقوم المستثمر بإعطاء أهمية (وزن أكبر) للمعلومة الخاصة التي يملكها ويقلل من أهمية المعلومات العامة المتاحة للجميع.<sup>1</sup> بالتالي فإنه عندما يتلقى المستثمر معلومة خاصة يعطيها أهمية كبيرة مما يسبب استمرارية العائد على المدى القصير ولكن عندما تنتشر المعلومة العامة في السوق فإن السوق يصبح نفسه تدريجيا مما يؤدي إلى انعكاس في السعر. كما استعمل بربريز وآخرون مفاهيم نفسية أخرى لتفسير نفس الظاهرتين وبالتحديد فقد استعمل مفهوم الحيطة والحذر (Conservatism) ومفهوم التمثيل (Representation)، وعرف بربريز الحذر على أنه رد فعل المستثمر البطيء أو المتدني لأي معلومة جديدة بداعي الحيطة والحذر فالمستثمر يحتفظ بمعتقداته ويستجيب ببطء لأي معلومة جديدة وهذا يسبب استمرارية العائد ولكن، ومن ناحية أخرى فإن التمثيل معناه أن المستثمرين يعتقدون بأن الأداء الماضي يمثل الأداء المستقبلي ولكن عندما يحدث العكس في المستقبل ولا يعيد التاريخ نفسه يحبط المستثمر وهذا بعد ذاته يؤدي إلى انعكاس الأسعار.

**4- أثر بنية (تركيبية) السوق (Market Microstructure Effect) :**

اقترحت مجموعة من الدراسات بأنه لو تم تعديل العوائد لتأثير بنية السوق من تكلفة التداول فإن العوائد غير العادية ستختفي، وبعبارة أخرى فإن بعض الباحثين مثل إيتكين وداي 1990 وكوكس وبيترسون 1994 وجدوا أن حجم الأرباح غير العادية هو أقل من تكلفة التداول التي يضعها صانع السوق والمتمثلة بالفرق سعري وهذا بالتالي يدعم فرضية كفاءة السوق.

<sup>1</sup> ديما وليد حنا الربضي، مرجع سابق الذكر، ص-ص: 91-92.



**5- أثر تحيز المنهجية (Methodological Bias):**

عزت الكثير من الدراسات الانحرافات السعرية إلى أخطاء في المنهجية المستخدمة في الدراسات مثل استخدام بيانات غير صحيحة أو معالجة البيانات بأساليب خاطئة أو استخدام أساليب غير مناسبة للتحليل فمثلا وجد بول وآخرون سنة 1995 بأن معظم نتائج ديوننت وتايتير وغيرهم استندت على أسهم الشركات الصغيرة التي تعاني عوائدها من مشكلة في التوزيع الطبيعي، حيث إنها مفرطحة ويمكن أن تكون هذه الأسهم أكثر حساسية لمشاكل التسعير ومشاكل السوق والإشاعات.

**المطلب الثاني: الإسهامات المقدمة في إطار نظرية المالية السلوكية**

إن مجال دراسة العلوم المالية يقوم حول فكرة كفاءة الأسواق والتي تعد من النظريات التقليدية التي تنص على أنه في أي لحظة معينة من الزمن فإن سعر الأصول والأوراق المالية المتداولة يعكس جميع المعلومات المتاحة، وتتضمن فرضية السوق الكفاء أيضاً قانون السعر الواحد والذي يعني أنه لا يوجد سوى سعر واحد للموجودات في أي وقت من الأوقات. وقد وجهت إلى نظرية السوق الكفؤ مجموعة انتقادات منها في حالة وجود سوق كفاء كيف تحدث فقاعات في أسواق الأسهم؟ فضلا عن عدد وخطورة الفقاعات التي بدأت تبرز في الأونة الأخيرة، وهل أن الأفراد صناع القرار يتصرفون بالعقلانية كما تقترض فرضية السوق الكفاء؟. ومنذ مطلع الثمانينات بدأت النظريات تغير نماذج السلوك الاقتصادي والمالي من خلال تبنى فلسفة المالية السلوكية القائمة على استخدام علم النفس في اتخاذ القرارات المالية، كمحاولة لسد الفجوة في النظريات المالية القياسية من خلال تقديم الأدلة عن الآليات النفسية التي تنتج الفشل.<sup>1</sup>

**الفرع الأول: التطور التاريخي ومفهوم المالية السلوكية**

أتى علم المال السلوكي Behavioral Finance كنتيجة للمزاوجة بين النظريات المالية ونظريات علم النفس، الذي أصبح يطلق عليه النموذج البراغماتي أو الإيجابي كونه ينطلق من ملاحظة الواقع ثم يقوم بالبناء النظري، فهو يعترف للإنسان بعدم عقلانيته والأسواق بعدم كفاءتها. إذا علم المال السلوكي هو علم جديد نسبيا يعمل على الدمج بين النظرية النفسية السلوكية غير العقلانية، عن طريق استخدام نظريات علم النفس لتحليل وتفسير الظواهر في السوق المالية وقرارات المستثمرين.<sup>2</sup>

**أولا - التطور التاريخي للمالية السلوكية:**

عند التتبع التاريخي لموضوع المالية السلوكية يتبين لنا أنه ليس حديث عهد في تاريخ المالية، فقد تمت محاولة تقديمه كمنهج علمي في أكثر من حقبة تاريخية لكنه لم يجد القبول العلمي لافتقاره إلى النموذج العلمي لوصف سلوك الأفراد. فقد أشار Zola سنة 1891 في كتابه النقود الذي أوضح العلاقة بين السلوك والمالية، والذي ركز من خلاله على نوبات الهلع الجماعية التي تنتاب المستثمرين عند قدوم

<sup>1</sup> حسن شكري الشمري وحيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية لإدارة المخاطر الفاعلة، مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، 2018، ص 62.

<sup>2</sup> سرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016، ص 35.

معلومات جديدة لم تكن سوى إشاعات لا أساس لها من الصحة. وفي سنة 1947 قدم كل من Von Neuman و Movgenstern نظريتهما "المنفعة المتوقعة" التي مثلت وصفا لسلوك الأفراد، فقامت النظرية على الافتراض الآتي "يتمتع الأفراد بإدراك واضح، وهم واعون بتفضيلاتهم، ويقومون في كل الظروف بحساب دقيق للعوائد المالية المحتملة مقابل الخطر المحتمل".

كما تم الاهتمام بنظرية التمويل السلوكي في الثمانينات القرن الماضي لتكون البداية الفعلية للنظرية، حيث تم تقديم مجموعة من المفاهيم مثل سلوك القطيع وطرق استغلال نماذج السلوك الأمثل للمستثمر والتطرق أكثر لمفاهيم علم النفس والاجتماع التي تؤثر على أحكام المستثمرين وسلوكياتهم، ويعد كل من Kahneman & Tversky الأبوين الروحيان لنظرية التمويل السلوكي في الأسواق المالية، وذلك نظرا لمساهمة الدراسات التي قدماها في بلورة مفهوم التمويل السلوكي وتوفير الأسس النظرية البدائية لها<sup>1</sup>. وفي عقد تسعينيات تم الاعتراف بالتيار السلوكي كتيار جديد منافس لنظرية السوق الكفاء وبعدها قررت الأكاديمية الملكية للعلوم في السويد منح جائزة نوبل للاقتصاد لعالم النفس Daniel Kahneman والذي يعد أحد مؤسسي هذا التيار الجديد.

جذب هذا الحقل المعرفي الحديث إهتمام باحثين آخرين منهم Andrei Shleifer، ويشترك هؤلاء الباحثين في وصفهم للمالية السلوكية على أنها حقل معرفي يقوم على توظيف نتائج أبحاث علم النفس الخاصة بالسلوك الاستثماري للأفراد لأغراض فهم وتفسير سلوك الأسعار في الأسواق المالية، والتحيزات والتشوهات التي تكتنفها، ودور القوى النفسية في إحداثها، كما تبحث عن أنجع السبل لتفاديها، وقد أشار "أندري أورليان" في مقاله سنة 2004 إلى أن مصطلح التشوهات يستعمل للدلالة على بعض الوضعيات التي يلاحظ فيها خرق لنظرية الكفاءة، كما عرفها "أكتاس" بأنها فروق معتبرة ومستمرة بين العوائد الملاحظة والعوائد النظرية المحسوبة بالاعتماد على نموذج CAPM.

### ثانيا - مفهوم المالية السلوكية:

لقد تم تعريف التمويل السلوكي من قبل الكتاب والباحثين بتعاريف متعددة وفق وجهات نظرهم المختلفة، فقد عرف بأنه محاولة لتفسير ما يسبب بعض الحالات الشاذة التي تلاحظ في سوق الأوراق المالية، كما عرف بكونه محاولة لفهم وشرح كيفية تأثير القرارات الخاطئة للمستثمرين في أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وأن الكثير من الأبحاث التي أجريت في مجال التمويل السلوكي نابعة من العمل في مجال علم النفس المعرفي والذي هو دراسة كيفية وآلية تفكير الناس بما في ذلك المستثمرين. وعرفه "Sewill" بأنه "دراسة تأثير علم النفس على سلوك المستثمرين وتأثيره اللاحق على الأسواق المالية، والسلوك التمويلي يساعد على تفسير كيفية نشوء أسواق الأوراق المالية فاعلة وكفؤة"، وعليه فإن التمويل السلوكي هو مجال جديد نسبيا من التمويل الذي يدمج مفاهيم علم النفس مع الأفكار الاقتصادية العقلانية التقليدية، فعندما نحلل سلوك المستثمرين فمن المهم أن يكون المحللين الماليين على بينة من المخاطر

<sup>1</sup> محمود عادل مصطفى عليان، اختبار سلوك القطيع باستثناء آبياء التداول في سوق عمان الأوراق المالية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 10، العدد 01، الجزء الثاني، 2019، ص 69.

التي يمكن أن تؤدي بهم إلى إصدار أحكام غير منطقية. ولا يتيح الاقتصاد السلوكي حتى الآن إجابات ثابتة ومفصلة عن الكيفية التي تعمل بها السياسة الاقتصادية بما في ذلك السياسة الضريبية، حيث أن الأفراد ليسوا دائماً يتصرفون بعقلانية في سلوكياتهم وهذا يثير أسئلة ذات صلة وأهمية بالأدلة والشواهد المتاحة من الاقتصاد وعلم النفس وكلاهما يشير إلى بعض الاستنتاجات الجديدة، لكن بدأت عملية إعادة النظر في تلك النتائج في البحوث النظرية والتجريبية التي يتطلبها الواقع الاقتصادي السلوكي.

يرى الباحثون أن الاهتمام بنظرية التمويل السلوكي قد زاد بعد الأزمة المالية 2008 بشكل أكبر مقارنة بما قبل الأزمة وهذه دلالة واضحة على زيادة الوعي لدى الشركات الاستثمارية بأهمية تأثير السلوك النفسي على المستثمرين بقدر ما للبيانات المالية والاحصاءات من أهمية في عالم المال والأعمال حيث أن المستثمر كائن اجتماعي لا يستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه أو أن يمنع مشاعره و إحاسيسه من التأثير بالظروف والعوامل التي تسود البيئة المحيطة به، وأن نجاح قرار الاستثمار يتطلب من المستثمر تفهم ظروفه النفسية والمالية ومدى استعداده لمواجهة الأخطار المحتملة التي قد تؤثر على أداء السوق، وأن معظم النظريات الاقتصادية والمالية قامت على أساس أن الأفراد يتصرفون بصورة عقلانية ويأخذون بالحسبان جميع المعلومات المتاحة عند اتخاذ القرار، لكن الأبحاث والدراسات أثبتت أن هذا ليس صحيحاً في كثير من الحالات إذ أن الدراسات النفسية والاجتماعية قد تشرح التغيرات في الأسواق المالية أكثر من نظريات الاقتصاد المتخصصة وسنوضح ذلك عند التطرق إلى العوامل والأبعاد النفسية للمستثمر وأثرها على اتخاذ القرار الاستثماري.

تقوم النظرية المالية السوكية على فرضيتين أساسيتين تتمثلان في:<sup>1</sup>

1- **عدم تمتع المستثمرين بالعقلانية (الرشادة):** تسعى نظرية المالية السلوكية إلى تفسير وشرح الحالات الشاذة الملاحظة في الأسواق المالية وذلك على أساس دراسة السلوك البشري للأفراد المتعاملين فيه، وملاحظة درجة الترابط المعقد بينهم، مما يبرز نوع من اللاعقلانية في تصرفات هؤلاء الأفراد من خلال تعاملهم مع المعلومات الواردة للسوق. هذه الخصائص الديناميكية الجماعية للأسواق المالية لم يتم معالجتها من طرف النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الأسواق المالية)، حيث اعتبرت نظرية الكفاءة أن جميع المستثمرين يتمتعون بالعقلانية والرشادة. إلا أن العديد من الكتاب الأكثر راديكالية يؤكدون على أنه لا يوجد مستثمر عقلاني بنسبة كاملة، بل يبقى الأمر نسبي بين المستثمرين، ومنهم من هو غير عقلاني تماماً، مما يزيد من صعوبة تحديد القيمة الأساسية للأصول المالية. وبذلك جاءت النظرية المالية السلوكية لتوضح التفاعل القائم بين فئتين في الأسواق المالية، فئة المستثمرين العقلانيين وفئة المستثمرين غير العقلانيين، هذه الأخيرة يمكن تعريفها بأنها ذلك النوع من المستثمرين الذين يقومون ببناء توقعاتهم المستقبلية بطريقة غير عقلانية، من خلال استخدامهم لنماذج خاطئة وإتباع استراتيجيات غير رشيدة، حيث يبنون استثماراتهم على ما يسمى استقراء الاتجاهات الماضية أو إستراتيجية التداول على حسب

<sup>1</sup> بن زاير مبارك وبن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 01، 2017، ص 92.

ردود الفعل الايجابية. وبذلك فهم لا يتعاملون بطريقة جيدة مع المعلومات المتوفرة في السوق، الأمر الذي لا يسمح لهم بتحقيق أرباح نتيجة تعاملهم السيئ مع تلك المعلومات، أي اتخاذ قرارات الشراء والبيع في غير محلها. فالنظرية المالية التقليدية لم توضح علاقة الارتباط بين فئتي المستثمرين العقلانيين وغير العقلانيين، لذلك جاءت النظرية المالية السلوكية للبحث في درجة العلاقة الترابطية بين الفئتين لتوضيح درجة تأثير فئة غير العقلانيين على فئة العقلانيين، هذا التأثير ناتج عن التفاعل بين الفئتين في السوق المالي حيث أن ترابط سلوكيات الأفراد يجعلها تتجمع في نفس الاتجاه نتيجة التقليد والمحاكاة فيما بينهم.

2- **محدودية التحكيم:** تعتبر النظرية المالية التقليدية أن التحكيم قادر على تصحيح الانحرافات الناتجة عن تصرفات الأفراد غير العقلانيين وإرجاع الأسعار إلى قيمتها الحقيقية، غير أن ارتباط سلوكيات الأفراد وتقليد ومحاكاة تصرفات بعضهم البعض كما وضحته النظرية المالية السلوكية، يؤدي إلى إلغاء عملية التحكيم في الأسواق المالية، وبالتالي ابتعاد السعر عن قيمته الحقيقية، كما أن استخدام نفس الاستراتيجيات من طرف الأفراد، والتوصل إلى نفس الحكم بشأن بعض الأوراق المالية، يجعل من التحكيم عملية غير قادرة على إرجاع السوق إلى نقطة التوازن وتقدير الأصول بقيمتها الحقيقية، أضف إلى ذلك فإن عملية التحكيم تتطوي على مجموعة من المخاطر نذكر منها:

- إذا افترضنا أن سعر ورقة مالية مبالغ فيه نسبة إلى قيمته الحقيقية، فإن التحكيم وفق مفهوم النظرية الكلاسيكية يقود المستثمر إلى بيع هذه الأوراق المالية بالأجل على أن يشتريها فيما بعد، لذلك يجب أن تكون هذه الأوراق قابلة للاستبدال بشكل تام، وهذا ما لا يمكن توفره على أرض الواقع، وبذلك فإن التحكيم لا يوفر إمكانية بيع الأوراق المالية بالأجل و شرائها في موعد لاحق نظرا لإمكانية عدم انفجار الفقاعة السعرية للورقة المالية وبالتالي عدم حدوث الانخفاض المتوقع للسعر خلال الفترة الفاصلة بين عملية البيع و عملية الشراء، ما يتسبب في تحمل مخاطر إضافية بالنسبة للمستثمر.
- كذلك من بين المخاطر الناجمة عن عملية التحكيم نجد خطر المنافسة، والذي ينشأ نتيجة اعتماد استراتيجية البيع عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية على أمل انفجار الفقاعة السعرية و انخفاض الأسعار ليعاود المستثمر الشراء، ولكن في بعض الأحيان لا تنخفض الأسعار ويبقى على المستثمر الانتظار لفترة أخرى على أمل اخفاضها، مما يجعله يتحمل خسائر إضافية.
- كما يعتبر خطر السيولة من بين المخاطر الناجمة عن عملية التحكيم، بحيث لا يتمكن المحكمون من الحصول على البديل الأمثل من الأوراق المالية وذلك لعدم توفر السيولة بحوزتهم، مما يجبرهم على الاقتراض من الأفراد الآخرين، ما يجعلهم عرضة لتصفية مراكزهم والانسحاب من السوق نتيجة مطالبة المقرضين بأموالهم قبل موعد استحقاقها، وقبل تحقيق المحكم لعوائد من جراء هذا الاستثمار.
- كما يمكن لعملية التحكيم أن تؤدي إلى اختلال توازن السوق المالي بدل العمل على توازنه، وذلك نتيجة عدم تمتع المحكمون في حد ذاتهم بالعقلانية وعدم تقديرهم للقيمة الحقيقية للأوراق المالية المتداولة في السوق، وبالتالي عدم معرفة سبب تغير الأسعار، كما أنه في بعض الأحيان يكون من العقلانية أن يتبع المحكمون نفس سلوك وتصرفات أغلبية الأفراد على اعتبار أن التطورات التي تحدث

في المستقبل ما هي في الحقيقة إلا تكرار لما حدث في الماضي، وبالتالي فإنه من الأفضل للمحكمين أن يتبعوا سلوك وتصرفات الأغلبية على أن يتم بيع تلك الأوراق في الوقت الذي يستمر فيه الأفراد الآخرين في عملية الشراء، وبذلك فإن عملية التحكيم في هذه الحالة تؤدي إلى ظهور اتجاه سعري نتيجة عمليات الشراء الكبيرة التي يقوم بها المحكمون، ثم الاستفادة من انعكاس السعر من خلال عمليات البيع، وعليه يكون أثر التحكيم محدود وينطوي على مخاطر كبيرة.

### الفرع الثاني: العوامل السلوكية المؤثرة في تفضيلات المستثمر

تعد العوامل السلوكية ذات انعكاسات نفسية على المتعاملين في سوق الأوراق المالية وتؤدي إلى سلوك سلبي يؤثر في قرار الدخول والخروج وبالتالي على آلية اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية. وقد أدت الأزمة المالية العالمية الأخيرة إلى وضوح تأثير العوامل النفسية للمستثمرين، إذ أن الرغبات النفسية هي التي تقود الأحداث المالية في جميع أنحاء العالم. كما أن الانحرافات عن النموذج القياسي من السلوك الاقتصادي له آثار واضحة لفهم الاقتصاد الكلي لمثل هذه السياسات، وتتمثل العوامل السلوكية المؤثرة في عمليات تداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية بالآتي:<sup>1</sup>

1- **الافراط في الثقة** : إن تحليل الثقة المفرطة يتدرج ضمن العديد من فروع علم النفس الذي يوثق ميل الأفراد إلى تقييم أنفسهم ومهاراتهم بشكل يكون فوق المتوسط، حيث إن هذا التقييم يؤثر على موضوع إسناد السببية لأن الأفراد ينسبون نجاحهم إلى نتائج أفعالهم وسوء الحظ عندما يفشلوا وهذا الإسناد من نتائج تعزيز الثقة المفرطة. والثقة المفرطة هي ميل الناس إلى المبالغة في تقدير دقة معتقداتهم أو التنبؤات وأنها تميل إلى المبالغة في تقدير قدراتهم. ولقد أكد أن المستثمرين المغالين بالثقة لديهم إيمان شديد بقدرتهم على ترجمة المعلومات الغامضة ولذا فإنهم يتميزون ببطء في معالجة المعلومات والاحصائيات ذات الصلة مثل إيرادات الشركة أو المعلومات الخاصة بالآخرين مثل المستثمرين المطلعين، لذلك فإن المستثمرين الذين يبالغون في الثقة يستخفون بالمعلومات التي تتعلق بالبيع و الشراء للأوراق المالية وأنهم لا يتأثرون بالكلفة المالية فقط بل أيضا في الاختيارات الفاشلة. وتأخذ الثقة المفرطة مجراها في مجال الاستثمار فيظن المستثمر أنه يفهم المعطيات بصورة أوضح من غيره و يفسرها بشكل أفضل ولكن الواقع أبعد من ذلك والافراط في ردة الفعل تزيد من شدة الثقة المفرطة.

2- **الاشاعات**: إن للإشاعة الأثر النفسي في التأثير على سلوكيات الآخرين بما تعنيه من ردة الفعل، لذلك تنبه الاقتصادي الغربي الشهير "جون ماينارد كينز" بأثر الاشاعات و دورها في التأثير على السوق حيث قال أن الطلب الفعال له دور كبير في تنشيط الاقتصاد. كما أن الأخبار الجيدة المتعلقة بنصيب السهم من الربح لها تأثير إيجابي على أسعار الأسهم، وأن تعديل تنبؤات المستثمرين والمحللين الماليين بالأرباح المحاسبية المستقبلية يعتمد على الأرباح الفعلية المنشورة في القوائم المالية والتي تنعكس على تحركات الأسعار السوقية للأسهم. وتشكل الاشاعات خطر على الأوراق المالية بشكل عام أو على

<sup>1</sup> صلاح الدين محمد أمين الامام وشيماء حمد شهاب، أثر العوامل السلوكية في مؤشرات تداول الأسهم، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 103، 2015، ص 168.

الأسهم بشكل خاص، وغالبا ما يروج لهذه الاشاعات إما كبار المستثمرين أو المؤسسات المالية المستثمرة في السوق، حتى يوجهوا صغار المستثمرين باتجاه معين إما بيعا أو شراء، ومن جانب آخر فإن الاشاعات تصدر من قبل أصحاب الشركات لنفس الغرض الذي يقوم به كبار المستثمرين فقد يكون هدف ملاك الشركات زيادة حصتهم من الأسهم ولكن أسعار مرتفعة، فيقوموا بترويج اشاعات حتى يقوم حاملي الأسهم ببيعها فتنخفض أسعارها فيقوموا بشرائها بأسعار منخفضة.

3- **الخوف والطمع:** يعتبر الخوف والطمع من أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار في الأسهم، حيث أن خوف المستثمرين يؤدي إلى الإسراع في بيع الأسهم المشتراة في أوقات وجود خوف من الهبوط في الأسعار واتجاه الأفراد نحو البيع الجماعي، وعلى جانب آخر فهناك الطمع الذي هو أحد محددات السوق غير القابلة للقياس والتي تؤثر بشكل مباشر في حركة شراء الأسهم فتدفع غريزة الطمع الأفراد نحو الشراء بدافع الحصول على مزيد من الربح مما يدفع الأسعار نحو الارتفاع مما يؤدي إلى حدوث فقاعة كبيرة في السوق نتيجتها هو وجود أسهم مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية بشكل كبير. لذا فإن النقطة الأساسية لتمييز مستثمر عن آخر هو الفرق بين سيكولوجية كل مستثمر والأبعاد النفسية لهم وتختلف هذه السلوكية من مستثمر إلى آخر نتيجة تحمله لنوع معين من المخاطر، فالمستثمر الذي يسعى إلى أقل مخاطر ستكون العوائد أقل والعائد المطلوب يجب أن يغطي المخاطر التي يتحملها من جراء استثماراته.

4- **التفاؤل و التشاؤم:** نظرا لارتباط هاتين السمتين بالصحة النفسية للفرد فقد أكدت معظم النظريات ارتباط التفاؤل بالسعادة والمثابرة والانجاز والنظرة الايجابية للحياة في حين يرتبط التشاؤم واليأس بالفشل والنظرة السلبية للحياة. وبين William أن التفاؤل يدل على مبالغة في قيمة الأسهم التي بحوزتهم مع التقليل من أهمية التذيبات التي يشهدها سعره بالإضافة إلى إعتقادهم بدقة المعلومات التي يمتلكونها. وإن نزعات التفاؤل والتشاؤم وتأثير الأحداث غير الجوهرية لا يكون تأثيرها على المدى البعيد وإنما تقتصر على التحركات السعريّة في المدى القصير لذا فعلى المستثمر أن لا يتعامل مع هذه التحركات السعريّة بدوافع عاطفية أو حدسية حيث أن الأسواق المالية تعاني من ظاهرة المبالغة في ردة فعل المستثمر.

6- **التأطير والمحاسبة العقلية:** يشير التأطير إلى الحالة التي تختلف فيها إجابات الأفراد على السؤال نفسه، وفقا للأسلوب طرح السؤال وإدراكهم له، وفي هذا السياق يختلف قرار المستثمر بناء على الطريقة التي تفرض أو تقدم وفقها الخيارات الاستثمارية.<sup>1</sup> يعزى الاختلاف في إجابات المستثمرين، وطريقة معالجتهم للمعلومات الواردة إليهم إلى ما يسمى بالمحاسبة العقلية، تعرف المحاسبة العقلية على أنها: مجموعة من العمليات المعرفية التي يستخدمها الأفراد في تنظيم وتقييم الأنشطة المالية. ويعتبر التأطير الضيق أحد أهم ملامح المحاسبة العقلية، وهو يفسر اتخاذ بعض المستثمرين قراراتهم الاستثمارية على أساس الربح والخسارة المتولدة عن الخيار الاستثماري المعروض عليهم، وكأنه الخيار الاستثماري الوحيد في حياتهم دون النظر إلى الصفقات الرابحة والخاسرة التي نفذوها سابقا. بالنسبة للمحفظة الاستثمارية

<sup>1</sup> أحمد حسن علي، دراسة سلوك المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 26، 2018، ص 168.



التأطير الضيق هو اتخاذ المستثمر للقرارات الاستثمارية، أو اختيار بديل استثماري ما من خلال تقييمه للربح أو الخسارة المتولدة عن هذا الاستثمار، دون النظر إلى كامل محفظته وانعكاس الاستثمار في ذلك الأصل على كامل المحفظة.

7- **تجنب الغموض** : ينفرد المستثمرون من الاستثمارات غير المؤكدة، والتي تكون توزيعاتها الاحتمالية غير معروفة ويفضلون التعامل مع الحالات المألوفة، وربما يفسر ذلك ميل بعض الأفراد للاستثمار في شركات التي يعملون فيها، أو في الشركات المحلية بدلاً من التنوع الدولي.

8- **أثر التسوية** : يعرف أثر التسوية على أنه الاتجاه لبيع الأوراق المالية التي ارتفعت قيمتها (حققت ربح)، والاحتفاظ بالأوراق المالية التي تراجعت قيمتها (حققت خسارة)، فالمستثمر في حالة الربح ينفرد من الخطر، ولن يخاطر بالربح الذي حققه، لذلك يقوم بتسوية (تصفية) مركزه وجني الأرباح، بينما يصبح طالباً للخطر في حالة الخسارة، فيحتفظ بالورقة المالية الخاسرة آملاً في تحسين الوضع وتقليل خسارته.

9 - **سلوك القطيع** : ازداد الاهتمام بمفهوم سلوك القطيع في التسعينات حيث وصف ( Devenow and Welch 1996) هذا السلوك بأنه يعبر عن الحالة التي يحاكي فيها المستثمر بشكل غير عقلائي تصرفات المستثمرين الآخرين بسبب السلوك النفسي دون عمل تحليل للمعلومات الخاصة، وذلك لأن المستثمرين يشعرون براحة نفسية أكثر عند نسخ سلوكيات الآخرين، ومن الناحية العقلانية ينشأ بسبب المعلومات والسمعة والمخاوف التعويضية، وقدم سلوك القطيع على أنه اتجاه مجموعة من المستثمرين للتداول في نفس الجانب على مدى نفس الفترة الزمنية، وتقوم هذه المجموعة بتجاهل المعلومات الخاصة بهم ويتصرفون كما يتصرف غيرهم من المستثمرين وإتباع قراراتهم، فيما بينت دراسة أن سلوك القطيع مصطلح يستخدم في الأدبيات المالية لوصف الأعضاء المشاركين في مجموعات دون الاتجاه المخطط له، وأن هذا السلوك يقوم على أساس التفاعل ما بين المشاركين بالسوق من خلال مراقبة سلوكياتهم وتصرفاتهم لبعضهم البعض، وأوضح Baddeley أن سلوك القطيع يحدث عندما تكون المعلومات الخاصة للأفراد غارقة ضمن تأثير قرارات الجماعة في السوق ولأن الفرد بطبيعته يقوم بالاطلاع ومتابعة قرارات الآخرين، بينما أوضح Truong أنه ظاهرة ذات رواج في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة وتتمثل في ميل المستثمرون إلى التراكم أو الاتجاه في نفس الجانب بالسوق، وتعمل هذه الظاهرة على تهديد استقرار السوق بشكل كبير.<sup>1</sup> ويوجد نهجان متناقضان ينقسم منهما عدة أنواع لسلوك القطيع في الأسواق المالية، فالنهج الأول يقدم سلوك القطيع على أنه غير عقلائي ينشأ عن طريق التصرفات الغير رشيدة والتي ترتبط بالغرائر الموجودة لدى الإنسان ويتم من خلالها توجه مجموعة من المستثمرين لاتخاذ قرارات متماثلة وهنا يكون من الصعب تحديد سلوك القطيع، والنهج الثاني قدم سلوك القطيع على أنه ظاهرة عقلانية تماماً يقوم المستثمرين من خلالها باتخاذ قرارات متماثلة بنفس الوقت وتنتج هذه الظاهرة عن طريق مخاوف السمعة والأمور الغير متوقعة من نتائج الاستثمار أو عن طريق تشابه أدوات التحليل

<sup>1</sup> محمود عادل مصطفى عليان، مرجع سابق الذكر، ص 70.



المتماثلة، بحيث تكون بنية مسبقة بشكل مقصود أو غير مقصود، ويعتبر هذان النهجان من سلوك القطيع نتيجة تفاعل المستثمر مع مجموعة من العوامل، وليس من السهل التمييز بين سلوك القطيع العقلاني والغير عقلاني.

**10- تحيزات التأكيد Confirmation Bias:** ويقصد به أن الأفراد يعطون وزنا أكبر للمعلومات التي تؤكد وجهة نظرهم، فمجرد تكوين الأفراد للفرضيات، وأحيانا يعتمدون على إضافة أدلة في الحقيقة لا تخدم مصالحهم، وبالتالي سوف يؤمنون بفرضياتهم حتى وإن كانت مع البيانات، وعليه عدم إعطاء الاهتمام الكاف لبيانات الجديدة وبالخصوص إذا كانت هذه المعلومات تناقض أفكارهم حتى وإن كانت هي الصحيحة. فحسب (Fabozzi, 2008) من الصعب لعقولنا أن تحتفظ برأيين لا يمكن بسهولة التوفيق بينهما، بمعنى آخر، عندما نواجه نزاع فإن عقولنا تسعى دون وعي إلى تحقيق توازن وتميل إلى نسيان أو تجاهل المواقف الأقل توافقا مع معتقداتنا، هذه الظاهرة يطلق عليها التناثر الإدراكي.

**11- التجريبيات Heuristics:** المبالغة في تقدير احتمال أحداث بناء على تجارب شخصية، حيث أن التجارب السابقة تسهل عملية اتخاذ القرار، فمن الممكن أن تؤدي أحيانا إلى التحيز في القرارات، وهذا يمكنه أن يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية دون المستوى الأمثل. تبدو هذه المناقشة للتجريبيات والتحيزات في الأحكام على الاحتمالات متشائمة، فيما إذا كان الناس منتمين فعلا إلى هذه النواقص في تقويم الاحتمالات، تقترح بعض الحتميات أن الأفراد يمكن أن يتعلموا أن يصبحوا مقومين جيدين للاحتمالات.<sup>1</sup>

**12- نظرية الاستدلال:** يشير الاستدلال في عملية اتخاذ القرار إلى الطريقة التي تسهل اتخاذ القرارات وخاصة في ظل بيئة العمل التي تتصف بالتعقيد وعدم اليقين، وذلك من خلال تخفيض درجة تعقيد تقويم احتمالات العوائد والتدفقات النقدية، ومن ثم تسهيل عملية اتخاذ القرار الاستثماري لاسيما عندما يكون الوقت متاح لعملية اتخاذ القرار قليلا ومحدودا. ولكن في بعض الأوقات يقود الاستدلال إلى التحيز عند اتخاذ القرار الاستثماري وخصوصا عند تغيير الأشياء. ويعرف الاستدلال أيضا بأنه استخدام الخبرة والجهود العملية للإجابة عن التساؤلات أو لتحسين الأداء. وهناك عدة عناصر للاستدلال عند اتخاذ القرار الاستثماري وهي: التمثيل والاعتیاد، التكلفة التاريخية، المغامرة والتحيز العاطفي. ويشير التمثيل إلى درجة الحدث مع مجتمعه، والحدث هو أيضا قرار القائم على الأنماط<sup>2</sup>، فيمكن أن يكون سعر سهم شركة مرتفعا لدرجة أن لا يقدم المستثمرون على شرائه بالرغم من أن أداء الشركة وكفاءتها جيدة، وفي الوقت نفسه بتحيز، مثل قيام بعض الأفراد باستثمار بالاعتماد على خبرتهم وتجاهل معدلات العوائد واتجاهاتها على المدى الطويل، وفي عالم الأسواق المالية عندما يتجه المستثمر إلى شراء الأسهم التي تتميز بالسخونة، والابتعاد عن الأسهم التي تتصف بضعف الأداء وحركة التداول، فإن هذا يعد تطبيقا لأسلوب التمثيل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سنحون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016، ص 98.

<sup>2</sup> تنميط الأشياء بأنها متشابهة بالرغم من أنها متباينة على أرض الواقع.

<sup>3</sup> جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، مجلد 03، العدد 02، 2017، ص 117.

13- **النفور من الأسف:** نظرية النفور من الأسف هي نظرية راسخة في نفسية الأفراد، مما يدل على أن بعض المستثمرين لديهم تأسف عندما يرون أن قراراتهم تقوّل إلى الخطأ بعد ما كانت تظهر بشكل صحيح من المعلومات المتوفرة سابقاً. وينشأ النفور من الأسف عند المستثمرين الذين يرغبون في تجنب الآلام الناجمة عن أسفهم لقرار الاستثمار السيئ. وما يؤثر على عملية إتخاذ القرار هو التركيز المفرط على مشاعر الأسف، يتركز هذا النوع من التحيز في أفكار المستثمرين لأنهم يميلون للشعور بسوء الحظ بعد أن ارتكبوا الخطأ. ويلعب النفور من الأسف دوراً هاماً في إتخاذ قرار الإستثمار، فهو يؤثر على سلوك المستثمرين فيؤدي إلى المماثلة في إتخاذ القرارات. وقد أظهرت الدراسات أن المستثمر سوف يؤجل القرار، بدعوى صدور معلومات جديدة، وحتى عند صدور معلومات جديدة فإنه لن يغير قراره. يشجع هذا النفور المستثمرين على الاحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها، كما يتجنب الاعتراف بالخسارة المرتبطة بها وبقراره الاستثماري السيئ. النفور من الأسف يساعد على خلق استراتيجية الاستثمار غير الفعالة لأن المستثمر يمكن أن يقلل من دخله الخاضع للضريبة عن طريق تحقيق خسائر رأس المال. وجب على المستثمر أن يعمل على تجنب آلام الأسف في معاملات الأوراق المالية، لأنها تؤدي به لإمتلاك أسهم خاسرة مدة طويلة نسبياً وبالمقابل بتكبّد تكاليف الفرص البديلة. وقد تأكد ذلك من خلال دراسة ( Yahyazadehfar & al 2006 ) التي حوى موضوعها دراسة سلوك المستثمرين في سوق الأسهم، أين تم دراسة التحيزات التي يمكن أن تؤثر على المستثمرين وتأثيرها في النفور من الأسف. بينت النتائج أن المؤثرات النفسية تميل إلى أن يشعر المستثمر بالحزن والأسف بعد أن أخطأ في الحكم. والعلاقة بين تأثير التصرف، سلوك القطيع، التنافر المعرفي ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية على النفور من الأسف.

14- **تأثر التصرف:** عادة ما يتجنب المستثمر الأسهم التي تخلق الأسف ويسعى إلى الأسهم التي تجلب الفخر. الأسف هو الألم العاطفي الذي يخلق عند الإدراك بأن القرار السابق كان سيئاً. والفخر، هو الفرح العاطفي عند الإدراك بأن القرارات سارت على ما يرام . وقد يؤثر الخوف من الأسف والسعي للفخر على ثروة المستثمرين بطريقتين كما يلي:<sup>1</sup>

- دفع المستثمرين لضرائب أكثر من اللازم بسبب التصرف ببيع الأسهم الرباحة بدلاً من الأسهم الخاسرة.
- ربح المستثمرين لعوائد أقل من محافظهم المالية لبيعهم الأسهم الرباحة في وقت مبكر جداً وإحتفاظهم بالأسهم ذات الأداء الضعيف التي لا تزال تتناقص مع نتائج السوق.

تجنب الأسف والسعي للفخر يؤثر على سلوك المستثمر وكان Statman & Shefrin 1985 أول الاقتصاديين من أظهر أن المستثمر الذي يخاف من الأسف ويسعى إلى الفخر يكون ميالاً إلى بيع الأسهم الرباحة من بيع الأسهم الخاسرة، أي الاحتفاظ بالأسهم ذات الأداء الضعيف وتجنب بيعها.

<sup>1</sup> السايح سميرة، استخدام النسب المالية في الإنتقاء العقلاني للأسهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة قاسدي مرباح، ورقة، 2014، ص 29.

قدمت العديد من الدراسات أدلة داعمة على وجود التحيزات السلوكية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، إلا أنها اختلفت في تصنيفها، فهناك من يقوم بتقسيمها إلى تحيزات إدراكية وعاطفية، بينما صنفتها دراسات أخرى إلى الموجهات واعتمادية الإطار، وفيما يلي نوضح أهم الدراسات وتقسيمها للتحيزات السلوكية:

الجدول رقم (02): تقسيمات التحيزات السلوكية

التحيزات	الباحث/ السنة
1- تحيزات الأحكام: الثقة المفرطة التفاؤل المفرط الإدراك المتأخر والمبالغة في ردة الفعل. 2- أخطاء التفضيل: الوزن غير الخفي للاحتتمالات، شكل وجاذبية المراهنات، دالة القيمة. 3- سعر الشراء كنقطة مرجعية: التأطير، المقامرة، وجهة نظر قصيرة وطويلة؛ 4- العيش مع عواقب القرار: الندم على الإهمال والارتكاب الأفعال وتقبل الخطر	Kahneman and Riepe (1998)
1- الموجهات: التمثيل، مغالطة المقامرين، الثقة المفرطة، الارتكاز؛ تجنب الغموض، العاطفة والإدراك المعرفي. 2- اعتمادية الإطار: تجنب الخسارة، المحاسبة الذهنية، العاطفة، تجنب الندم.	Shefrin (2002)
1- التحيزات الإدراكية: الثقة المفرطة، التمثيل، الارتكاز، التناظر الإدراكي، وهم السيطرة، المحاسبة الذهنية، التأطير؛ تجنب الغموض. 2- التحيزات العاطفية: النفور من الخسارة؛ تجنب الندم، التفاؤل المفرط، ضبط النفس.	Pompian (2006)
عاطفة المستثمرين: الارتكاز، التمثيل، الثقة المفرطة. تفضيلات المستثمر: النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية، قصر النظر، ضبط النفس وتجنب الندم.	Shefrin, De Bondi & Muradoglu Staikouras (2008)
1- نظرية الاحتمال: تجنب الخسارة؛ التأطير؛ المحاسبة الذهنية. 2- الموجهات: تحيز الألفة؛ تجنب الغموض، تحيز الامتلاك؛ تحيز الوضع الراهن، والارتكاز. 3- الثقة المفرطة: التفاؤل المفرط، وهم السيطرة. 4- العناصر العاطفية: الغضب، الخوف، الحزن، الندم، السعادة.	Acker and Deaves (2010)

المصدر: بن سانية عبد الرحمن ونعاس صلاح الدين وبن ضب علي، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد

01، العدد 02، 2017، ص 22.

## الفرع الثالث: نماذج المالية السلوكية

ساهمت الأزمة التي وقعت سنة 2000 (فقاعة الانترنت) في انتشار منتجات مالية ذات رأس مال مضمون تجنب المستثمر خطر تكبد خسائر ضخمة عند انهيار السوق، وتسمح له في ذات الوقت أن يستفيد من الارتفاعات الحاصلة في مؤشرات البورصة، كما ظهرت منتجات ادخارية أخرى تحافظ على رأس المال لها طابع المقامرة تمكن المستثمر من تحقيق زيادة ضخمة في ثروته.

لم يكن من الممكن تفسير جاذبية هذه المنتجات في النظرية التقليدية للمحفظة، إذ من المستحيل للمستثمر عقلاني يتبع تحليل "عائد-مخاطرة" أن يختار منتج من هذا النوع، ولم يتم تفسير هذه الظاهرة إلا في ظل النموذج السلوكي، إذ أن جميع النماذج التي سنتطرق إليها فيما يلي تتماشى مع التطور الحاصل في المنتجات المالية، كما تعد من أكثر ملائمة لها.

## 1. أعمال "روي" (Roy, 1952):

إن أهم ما جاء به "روي" هو اقتراح جديد أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد" أو "Safety First"<sup>1</sup> إذ يرى أن أساس اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة هو مراعاة عدم انخفاض ثروة المستثمر عن مستوى معين (عتبة) أطلق عليه اسم "المستوى الأدنى للعائد"، ونلاحظ أن هذا المفهوم يتماشى مع المنتجات الشائعة حالياً، غير أنه وبعد ضمان وصول الثروة إلى حد العتبة لم يحدد "روي" ما الذي يتجوب على المستثمر فعله بالثروة المتبقية.<sup>2</sup>

## 2. نموذج Arzac &amp; Bawa 1977:

من أجل تدارك نقطة ضعف نموذج Roy قدم كل من Arzac & Bawa هذا النموذج سنة 1977 حيث أضافا من خلاله معياراً آخر يسهل عملية المفاضلة بين المحافظ في حالة تساوي احتمالات العوائد. وحاول الباحثان سد الثغرة في أعمال "روي" بإيجاد العنصر الإضافي في عملية المفاضلة، وقد تمثلت أعمالها في محاولة صياغة نموذج يترجم المشكل الذي يواجهه المستثمر، يظهر هذا النموذج كيف أن المستثمر يسعى إلى تعظيم ثروته النهائية، غير أنه يعطي الأولوية للحفاظ على المستوى الأدنى للعائد بشرط مراعاة قيد آخر.

## 3. نظرية الإحتمال 1977:

تم تصميم نظرية الاحتمال من قبل عالم النفس "D. Kahneman" و "A. Tversky" وذلك عام 1979، أين وضحا أن المستثمرين ينتهكون نظرية المنفعة المتوقعة بصورة منهجية، ولقد تم تطوير هذه النظرية لكي يتمكن المستثمرين من إدارة المخاطر وعدم اليقين، وهي في جوهرها تفسر عدم الانتظام الواضح في السلوك البشري عند تقييم المخاطر في ظل عدم اليقين، وتمر نظرية الاحتمال بمرحلتين: المرحلة المبكرة من التأطير (أو التحرير) والمرحلة اللاحقة من التقييم.

<sup>1</sup> Guillaume TERGNY, Allocation dynamique de portefeuille avec profil de gain asymétrique : risk management, incitations financières et benchmarking, these de doctorat, CONSERVATOIRE NATIONAL DES ARTS ET METIERS, 2011, page 12.

<sup>2</sup> صديقي صافية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 84.

ترى نظرية المنفعة المتوقعة أن المستثمرين دائمي النفور من المخاطر وذلك على عكس نظرية الاحتمال التي ترى بأن المستثمرين ليسوا دائمي النفور من المخاطر، بل هم يكرهون المخاطرة في الأرباح لكنهم محتجزون المخاطر في الخسائر، وتتأثر قراراتهم بما يعرف بـ "تأثير التأطير" ويشير هذا الأخير إلى الطريقة التي صاغت نفس المشكلة بطرق مختلفة وعرضها على صناع القرار، وتتجلى انعكاسات هذا المنهج في التفضيل عندما يتم تقديم نفس المشكلة بطرق مختلفة.

تعتبر الصياغة الرياضية لنظرية الاحتمال البديل لنظرية القيمة المتوقعة، فهي تقوم بالاختيار بين البدائل المتاحة من خلال "الأوزان" بدلا من "الاحتمالات" و"دالة القيمة" بدلا من "دالة المنفعة" المستخدمة في نظرية المنفعة المتوقعة، وعليه فإن نظرية الاحتمال تقوم على مبدئين: دالة القيمة والأوزان. تبعا لهذه النظرية فإن المستثمر يكون متجنباً للمخاطر عندما يتعلق بالأرباح، وفي حالة الخسارة يكون باحثاً عن المخاطر بسبب خوفه الشديد من الخسارة، ويطلق على هذه الحالة أثر التصرف، أي يتصرف المستثمر بشكل مختلف حينما يواجه احتمالات الأرباح والخسائر.

#### 4. نموذج Lopez 1987:

حاولت Lopez من خلال هذا النموذج إدراج العوامل النفسية من أجل تفسير سلوك المستثمرين ضد المخاطر، وبالتالي فهو نموذج جاء على غرار نموذج Tversky & Kahneman كنظرية لاتخاذ القرار، وليس كنموذج لبناء المحفظة كما أتى به Roy 1952 و Arzac & Bawa 1977. ترى Lopez من خلال هذا النموذج أن ما يتحكم في اتخاذ قرارات المستثمرين هما الخوف والأمل، وبناء على هذين العنصرين قامت بصياغة ثلاثة عناصر أساسية يقوم عليها هذا النموذج تتمثل في: الخوف من عدم تأمين حد أدنى من الأمان، بمعنى الخوف من عدم تحقيق حد أدنى من الثروة، هذا السلوك يكون مقرونا بالرغبة في الحصول على مستويات عالية من الثروة، وتكون هذه الرغبة مقرونة بالتطلع، والذي يقصد به سعي المستثمر إلى تحقيق ما يأمل له من مستويات مرتفعة للثروة. فحسب Lopez فإن الخوف والأمل يؤثران على الأوزان النسبية التي يتم إسنادها للاحتتمالات.

#### 5. نظرية المحفظة السلوكية (Shefrin & Statman (2000):

تبلورت المحفظة السلوكية بشكل تدريجي بالاعتماد على جميع الأعمال والنماذج المسابقة، خصوصا منها نموذج ROY الذي أخذ منه مفهوم المستوى الأدنى للعائد. ونموذج Lopez الذي أخذ منه مفهوم تشويه الاحتمالات، و تقوم هذه النظرية على ثلاثة أسس محورية هي:<sup>1</sup>

- السلامة أولا: حيث كان ROY هو أول من قدم هذا المفهوم سنة 1952، وانطلاقا منه فإن أي مستثمر لن يقبل بمستوى عائد أقل من المستوى الأدنى، والذي تمثل الحد الأدنى من الثروة التي يقبل بها. هذا المفهوم طور فيها بعد عن طريق Telser سنة 1955، بإضافة متغير آخر هو

<sup>1</sup> فخاري فاروق وزبير نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوّهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 03، العدد 02، 2019، ص-ص: 102-103.

احتمال الإفلاس، ثم جاء بعده نموذج Arzac & Bawa ليضيفا معيار آخر للمفاضلة وهو تعظيم الثروة النهائية.

- تشويه الاحتمالات: النقطة المهمة الثانية التي يقوم عليها نموذج BPT هي تشويه الاحتمالات، إذ تمت ملاحظة أن الأفراد يبالغون في تقدير بعض الأحداث ضعيفة الاحتمالات، ولا يقومون بتقدير صحيح للأحداث الأخرى، وهذا ما يفسر انتشار ونجاح المنتجات المالية التي تعتمد عوائدها على الحظ والمقامرة كاليانصيب، وهذا النجاح غير قابل للتفسير في نظرية المنفعة المتوقعة التي تفترض أن الجميع يخشى الخطر.

- المحاسبة الذهنية: وهي النقطة الأساسية الثالثة التي حددت نجاح BPT، وهذا المفهوم قدمه Thaler سنة 1980، حيث لاحظ أن الأفراد يقسمون ثروتهم على حسابات مختلفة يقومون بتسييرها بشكل مستقل ولكل منها هدف مستقل، ولهذا يتم إهمال الارتباط الذي يوجد بين الأوراق المالية المكونة للمحفظة. هذا السلوك يتماشى تماما مع ملاحظة كل من Fridman & Savage سنة 1948، حيث لاحظا قيام الأفراد بشراء عقود التأمين، وفي الوقت ذاته المقامرة بشراء أوراق اليانصيب، فعقد التأمين ينتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى ضمان حد أدنى من الثروة، في حين أن ورقة اليانصيب تنتمي إلى الحساب الذي يهدف إلى تحقيق مستوى مرتفع من الثروة.

#### 6- نظرية السوق المتوافقة:

استطاعت نظرية كفاءة الأسواق أن تطور نفسها توافقا مع الانتقادات السابقة التي أطلقتها المدرسة السلوكية في الاقتصاد والتمويل، لتخرج علينا بنظرية جديدة، والتي عرفت بنظرية السوق المتوافقة والتي تمثل رؤية توفيقية بين نظرية كفاءة الأسواق والمدرسة السلوكية، والتي أكدت على عدم انتظام واستقرار العلاقة بين العائد والمخاطرة في جميع الأحوال، وعلى أي حال فربما يكون الإيمان المطلق بهذه النظرية وراء بعض السلوك غير المنضبط بالأسواق، أو كان هناك افتراض في غير محله عن رشد وخبرة جميع المتعاملين بالأسواق، أو وجود تصورات خاطئة أحيانا بأن المعلومات المتاحة بالسوق كلها دقيقة وشفافة ولا تضمن ولا نسبة ولو ضئيلة من التضليل أو الغش، ومن ثم فمن الممكن أن يكون قد ترتب على ذلك بعض التأثير السلبي لهذه النظرية، وإن كان ليس عيبا مباشرا فيها.<sup>1</sup>

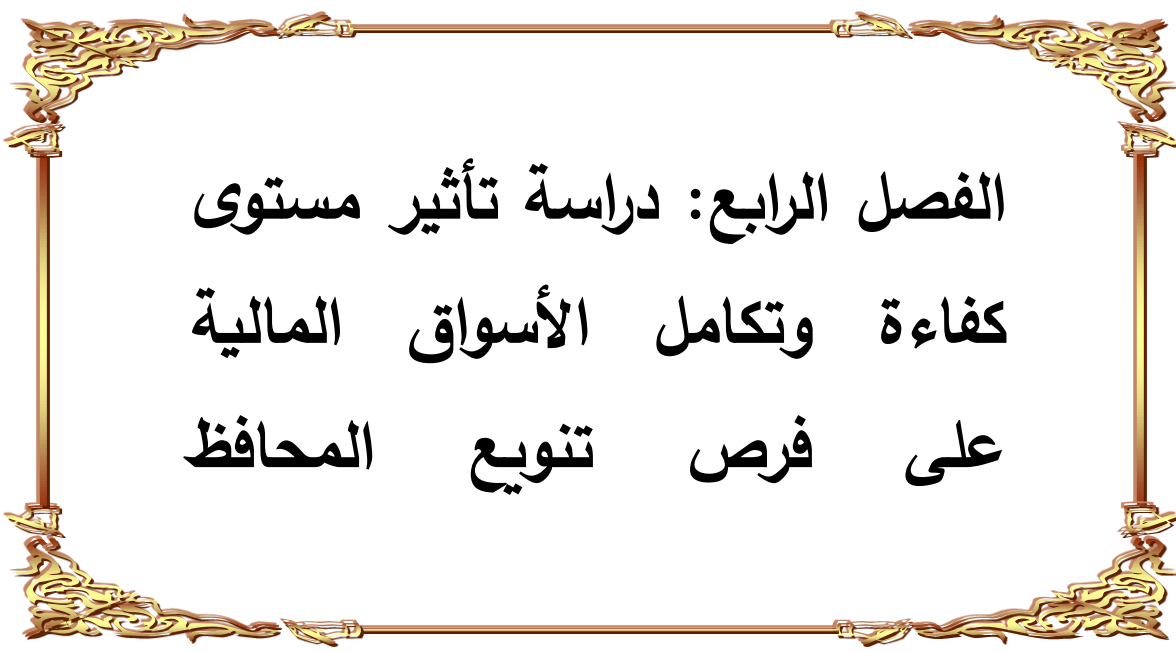
<sup>1</sup> هبه عبد الحليم عبد ربه وأحمد علي بكري، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء الدنيا للطباعة، الطبعة الأولى، 2015، ص 177.

## الخاتمة الفصل:

سادت نظرية كفاءة الأسواق المالية في نهاية عقد الستينات وبداية عقد السبعينات من القرن العشرين، واختُبرت هذه النظرية من الناحية العملية من قبل الاقتصاديين والماليين بدراسات أُجريت على العديد من أسواق رأس المال، وبينت هذه الدراسات أن هناك علاقة مباشرة ما بين المعلومات المالية وغير المالية وكفاءة الأسواق المالية، حيث تعني الكفاءة أن سعر الورقة المالية مقيم بشكل عادل بناءً على المعلومات المتوفرة. وواجهت هذه الفرضية الكثير من الانتقادات نتيجة الانحرافات التي وجدها الباحثون لأسعار الأسهم عن حالة التوازن المفروضة فمثلاً وجد الباحثون عدة حالات يمكن للمستثمر من خلالها بأن يبني إستراتيجيات استثمارية تمكنه من توقع الأسعار المستقبلية وتحقيق عائد غير عادي مثل ظاهرة استثمارية العائد وظاهرة انعكاس السعر.

لكن وبالمقابل فقد رد مجموعة من الباحثين بأن هذه الأرباح غير العادية ما هي إلا نتيجة لقصور نماذج تسعير الأصول الرأسمالية الساكنة على تفسير هذه العوائد أو نتيجة أخطاء في المنهجيات المستخدمة أو نتيجة ظواهر نفسية يقترحها علم النفس لتفسير سلوك المستثمر وهو ما سمي لاحقاً بنظرية المالية السلوكية. ويعد التمويل السلوكي حقل جديد نسبياً يجمع بين علم النفس السلوكي وعلم الاجتماع مع التمويل التقليدي، وذلك لتقديم تفسيرات لسلوك وتصرفات المستثمرين التي تبدو غير عقلانية، وإن المستثمرين يعتمدون على مجموعة من التحيزات التي تغنيهم عن التأخر في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك من خلال خبراتهم وقدراتهم الخاصة بالإضافة إلى تجنب تكاليف البحث عن المعلومات الحديثة المتعلقة بالاستثمار، والاستغناء عن إتباع قواعد اتخاذ القرارات المثلى مقابل استخدام قواعدهم البسيطة والخاصة في سلوكياتهم.





الفصل الرابع: دراسة تأثير مستوى  
كفاءة وتكامل الأسواق المالية  
على فرص تنويع المحافظ

## الفصل الرابع

### دراسة تأثير مستوى كفاءة وتكامل الأسواق المالية على فرص تنويع المحافظ الاستثمارية

#### تمهيد

إذ يتيح سوق رأس المال للمستثمرين فيه الحصول على التمويل اللازم للاستثمار كما يضمن توفير السيولة من خلال آلية نشاط السوق، ويقوم بدور الوسيط بين المؤسسات أو أفراد أصحاب الفائض والعجز. كما يسعى للتوظيف الأمثل للأموال المستثمرة من أجل تحقيق الأرباح و ذلك بالاستفادة من المعلومات التي تدخل السوق المالي، إذ تلعب المعلومات دور مهم جدا في تحديد قرار الاستثمار من عدمه في السوق وعلى أساس تلك المعلومات يتم تحديد عدة مستويات من الكفاءة للأسواق المالية، فالسوق الكفء يجب أن يتوفر على قدر كاف من المعلومات التي تكون متاحة للجميع. حيث يعد الاستثمار في الأسواق المالية من أهم القرارات التي تواجه المستثمر في اطار العولمة الاقتصادية وظروف عدم التأكد المحيطة بعملية اتخاذ القرار، كما أن المستثمر هدفه دوما هو اختيار وسيلة الاستثمار المثلى التي تحقق أفضل تخصيص لرأس المال، وفي هذا الصدد عرفت النظرية الاقتصادية العديد من المناهج المساعدة في عملية اتخاذ القرار والوصول إلى ما يسمى "المحفظة الاستثمارية المثلى" وهي المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأدوات المالية تحقق أعلى عائد متوقع وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة لرأس المال المستثمر، لاسيما بعد بروز فكرة تنويع الاستثمارات، حيث تبين أنه بجمع أكثر من سهم في المحفظة المالية فإن العائد الكلي لأسهم المحفظة ومخاطرتها المقاسة بالتباين أفضل من كل سهم على حدي. إلا أن استخدام التنويع لا يكون ذي جدوى في تخفيض مخاطرة المحفظة إلا اذا كانت معاملات الارتباط بين مكونات المحفظة المالية سالبة تماما.

نحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على استخدامات استراتيجيات التنويع في تكوين المحافظ الاستثمارية المحلية والدولية، من خلال القيام بمجموعة من الاختبارات الاحصائية تشمل أسواق مالية لمجموعة من الدول الإسلامية والعربية، لغرض التعرف على الفرص الاستثمارية المتاحة وعلاقتها بمستوى كفاءة ودرجة تكامل تلك الأسواق.

المبحث الأول: فرص التنويع المحلي في السوق المالي الماليزي

المبحث الثاني: التنويع الدولي للمحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية العربية

## المبحث الأول: فرص التنوع المحلي في السوق المالي الماليزي

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية من المواضيع المهمة في أسواق رأس المال، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى عائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، وهذا الأمر لا يتحقق إلا عن طريق التنوع الجيد للموارد بما يضمن توزيعاً للمخاطر، ولما كان التنوع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية.<sup>1</sup>

نظراً لكون السوق المالي في ماليزيا ينقسم إلى السوق رأس المال التقليدي وسوق رأس المال الإسلامي للأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، والتي تعتبر من أهم الروافد لسد الاحتياجات في الاستثمار والتمويل متوسط وطويل الأجل للمشاريع التنموية الماليزية، وميدان للمنافسة بين الشركات للحصول على رؤوس الأموال بهدف التطور إلى الأفضل،<sup>2</sup> لذلك نحاول في هذا المبحث دراسة إمكانية تنوع المحافظ محليا في ماليزيا بالاعتماد على الأدوات المالية الإسلامية والأدوات المالية التقليدية من خلال دراسة كفاءة الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية ودرجة التكامل فيما بينها.

### المطلب الأول: ظهور الأسواق المالية الإسلامية

مع ظهور مؤسسات مالية ومصرفية تتعامل وفق أحكام الشريعة الإسلامية وارتفاع حجم التمويل الإسلامي بشكل كبير، برزت الحاجة أيضاً إلى سوق مالي إسلامي تساعدها على توسيع الاستثمارات وتوجيهها نحو تلك المتفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولتتمكن السوق المالية الإسلامية من تحقيق أهدافها الاقتصادية ينبغي أن تتمتع هي نفسها بالكفاءة، بمعنى أن تعكس أسعار الأدوات المالية المتداولة فيها كل المعلومات المتاحة والمتعلقة بهذه الأدوات.<sup>3</sup>

حيث إن فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية ظهرت منذ حوالي أربع عقود من الزمن، ولعل أول من طرح هذه الفكرة هو الدكتور سامي حمود وذلك في ندوة البركة الثانية في تونس سنة 1986 م، حيث اقترح تداول الحصص الاستثمارية في حالات السلم والايجار والمرابحة وذلك لمعلومي الربح في هذه الصيغ واقترح فكرة إنشاء شركة مساهمة تابعة لبنك البركة البحرين الإسلامي تكون متخصصة في تمويل المرابحة وتكون أسهمها قابلة للبيع والشراء وفق أسعار معلنة مسبقاً على أساس محسوب تبعاً للعملية المنفذة والأرباح المستحقة، ثم تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس المال إسلامي لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملة للسوق الأولية التي أنشأتها البنوك الإسلامية، يتبع بإنشاء مؤشرات تقوم على

1 سلماني عادل، دراسة العلاقة بين العائد و المخاطر على أدوات الاستثمار في سوق راس المال الاسلامي، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2014، ص 107.

2 شعيب بونس، فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة - حالة سوق راس المال الماليزي، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2015، ص 12.

3 فريد مشري و صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية -المفهوم و الأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية، مجلة الإجتهد القضائي، العدد الحادي عشر، 2015، ص ص 90-91.

عينة من أسهم الشركات يتم إختيارها بطريقة تعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال.<sup>1</sup> كنتيجة لمسبق، نجد في مجموعة من الدول وجود مؤشرين أساسيين للبورصة يعكس الأول المعاملات التقليدية ممثلة بالمؤشر التقليدي، في حين يمثل الثاني المؤشر الإسلامي يعكس المعاملات الشرعية، وبالتالي من المفترض أن يتأثر كلا المؤشر بالآخر نظراً لأنهما يعكسان اقتصاد بلد واحد ويعملان في بيئة واحدة.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: أهمية الأسواق المالية الإسلامية

تُعتبر السوق المالية الإسلامية ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، ولذلك فهي تحظى بأهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدول الإسلامية، ومما يؤكد أهميتها ما جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم: (6/10/61) أن: الاهتمام بالأسواق المالية هو من تمام إقامة الواجب في حفظ المال وتنميته باعتبار ما سيتبعه هذا من التعاون لسد الحاجات العامة، وأداء ما في المال من حقوق دينية أو دنيوية،<sup>3</sup> وتكمن أهمية السوق المالية الإسلامية في العناصر التالية:

**1 - تجنب الربا :** تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشروعات والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال. وحتى تتجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها، ينبغي أن تكون جميع محتويات هذه السوق ومعاملاتها تتسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذين يرفضون التعامل بالفوائد الربوية، بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية، ولأجل كسب ثقة هؤلاء المستثمرين في هذه السوق، لا بد من احتوائها على هيئة رقابة شرعية تضمن التزام كافة أنشطة السوق بأحكام الشريعة الإسلامية، وتكفل حماية حقوقهم من خلال مختلف التشريعات والقوانين التي تصدرها وتتفق وأحكام الشريعة. تعتبر السوق المالية الإسلامية فرصة هامة جداً لكل مستثمر مسلم، حيث يتمكن من تقليل خسائره ومخاطره وزيادة عائداته وذلك من خلال تنويع محفظته المالية، واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاحاً ومشروعية. كما تمثل السوق المالية الإسلامية محطة هامة لإعادة تنقية الأموال الحلال وتمويل المشروعات الناجحة مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.<sup>3</sup>

**2 - التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللاربوي :** تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من السيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول. كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضاً في تسريع تنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود

<sup>1</sup> محمد ترقو، محمد مداحي، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشري بورصة أندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة، جوان 2017، ص 93.

<sup>2</sup> عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر عمان ، 2010، ص 193

<sup>3</sup> كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، جامعة اليرموك، اريد، ص 02.

والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي. وقد زاد الاهتمام بهذه السوق في السنوات القليلة الماضية لما لها من أهمية بالغة لعلاج مشاكل التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي، حيث أنّ التنمية الاقتصادية تتطلب تجميع رؤوس أموال قد تعجز المصارف الإسلامية عن توفيرها، ولذلك تعتبر السوق المالية الإسلامية الحل الأمثل الذي تلجأ إليه الحكومات والمؤسسات الإسلامية للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها<sup>1</sup>.

**3 إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج :** يمكن للسوق المالية الإسلامية أن تقوم بدورٍ بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال الإسلامية المستثمرة في الخارج، خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيقبل من اعتماد بلدان العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهظة التكاليف. وبالنظر إلى خريطة العالم الإسلامي، يمكن القول أنّ هناك مجالات استثمارية واسعة من شأنها أن تستوعب الأموال الإسلامية المستثمرة في البلدان الأجنبية إذا ما أعيد تدويرها، ويمكن لهذه السوق أن تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتوظيفها في المشاريع المحلية التي لا تتعامل بالمحرمات الشرعية، وكل هذا من شأنه أن يساهم في تطوير النظام المالي الإسلامي وتسريع النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية.

**4 -قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة :** إنّ الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بمخاطره و أرباحه من جهة أخرى، منها السوق المالية الإسلامية، هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما تقره الشريعة، بالإضافة إلى أنه ومن خلال السوق المالية الإسلامية، يمكن تحقيق العدالة في توزيع الدخل وذلك عن طريق الاعتماد على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة هذا من جهة، ومن جهة أخرى يمكن تقليل خطر الاستثمار نتيجة تنوع أساليب الاستثمار الإسلامي، خاصة أسلوب المشاركة الذي يقوم على توزيع الأرباح والمخاطر بين المشاركين في العملية الاستثمارية، وبدون شك فإن أفضل تنويع لأساليب الاستثمار الإسلامي لا يتم إلا في إطار السوق المالية الإسلامية<sup>2</sup>.

**5-توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية:** المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية قد يكمن بالدرجة الأولى في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلائم طبيعة عمل المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي، وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على التطور مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في البلدان الإسلامية، فمن خلال السوق المالية الإسلامية يمكن للمصارف الإسلامية استثمار الأموال المخصصة لمشاريع معينة

<sup>1</sup> محمد علي القري، "نحو سوق مالية إسلامية"، العدد 01: المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993، ص 14.

<sup>2</sup> شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2014، ص 24.

لفترة قصيرة، حتى حلول موعد استخدامها في تلك المشاريع، كما تساعد هذه السوق المصارف الإسلامية على بيع بعض الحقوق عند حاجتها للسيولة، سواء كان ذلك للوفاء بالتزاماتها أو لاستخدام هذه السيولة في مشاريع استثمارات جديدة. وفي نفس الوقت، وبما أن المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية هدفها خلق المزيد من الثروة الحقيقية في المجتمعات الإسلامية من خلال المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، فإن وجود السوق المالية الإسلامية يعتبر رافداً من روافد التكامل الاقتصادي بين الدول الإسلامية، وذلك من خلال السماح للاستثمارات الكبيرة الحجم أن تنساب وتنتقل إلى البلدان الإسلامية ذات الحاجة لمثل هذه المشاريع الضخمة، مما يساعد في تسريع النمو الاقتصادي في هذه البلدان<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني: مبادئ، خصائص و إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية

تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كحلقة وصل بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال مساهمة عملية الاستثمار في تحقيق النمو الاقتصادي، لأن الاستثمار عامل مهم في رفع إنتاجية العمل وزيادة الإمكانات الإنتاجية، وهنا يبرز دور الأسواق المالية في تجميع ادخارات الأفراد وتحويلها إلى استثمارات فعلية تؤدي إلى زيادة الإنتاج و الدخل واستخدام القوى العاملة<sup>2</sup>.

#### 1- مبادئ السوق المالية الإسلامية:

لقيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها:<sup>3</sup>

- المنافسة الحرة والعادلة.
  - تحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب.
  - توافر معلومات للمشتري والبائع عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددتها ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق في الأسواق المعاصرة.
  - العمل قدر المستطاع على تجنب "الوساطة" في المعاملات إلا إذا كانوا يؤدون بحسن نية خدمات تساعد على سلامة التعامل في السوق.
  - عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج من حيث الوقت والمكان ويصبح غاية في حد ذاته وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي وحيث يتم بسببها تجميد موارد ضخمة بعيداً عن الأنشطة الاقتصادية المفيدة للمجتمع.
  - عدم السماح للقوى الاحتكارية بالتعامل في السوق تجنباً للاستغلال.
- يلاحظ أن هذه المبادئ نفسها تطبق في تنظيم الأسواق المالية المعاصرة ، ففي السوق الاقتصادية الإسلامية تترك الحرية لقوى السوق كي تؤدي دورها في تحديد الأسعار في حالة الاستقرار، أما إذا

<sup>1</sup> حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991، ص: 74.

<sup>2</sup> عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2004، ص 67.

<sup>3</sup> نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، أوت 2017، ص 12-13.

ظهرت في السوق تأثيرات احتكارية يحتمل أن تؤدي إلى تشويه آلية التحديد الحر للأسعار فإنه يجوز للدولة أن تتدخل حتى تعيد العدل إلى السوق<sup>1</sup>. ومن المبادئ الأساسية التي لا يمكن لأي سوق إسلامية أن تستغني عنها<sup>2</sup>:

- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: بشكل عام تدخل الإسلام بهيكل السوق حيث حرم كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، وفلسفة الإسلام في ذلك أنها شروط أساسية للمنافسة الكفؤة الشريفة، وبطبيعة الحال ينطبق هذا المبدأ على السوق المالية الإسلامية، أي السوق المنضبطة بالضوابط الشرعية، ولم يتدخل الإسلام بآلية السوق ( العرض والطلب ) لأنها من الحريات الطبيعية التي أقرتها الشريعة الإسلامية كشرط مكمل وكافي لأداء السوق بكفاءة .

- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن السوق الإسلامية هي سوق خالية من المضاربة غير المشروعة، حيث لا توجد فيها مثل هذه المضاربات لأن الناظر في العقود الإسلامية يرى أنها عقود تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي مثل المشاركات والبيع والإيجارات وغيرها من العقود، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار فقال عليه الصلاة والسلام " المحتكر ملعون والجالب مرزوق " .

- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، وهو مبدأ مهم من مبادئ الاقتصاد الإسلامي، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية .

من هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوق تقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية وقدرتها على تمويل المشاريع التنموية<sup>3</sup>.

## 2- إجراءات التعامل في السوق المالية الإسلامية

إن تحدي المنافسة القوية للأسواق المالية المعاصرة يفرض على الأسواق المالية الإسلامية استحداث أوراق مالية بعيدة عن دائرة الربا المحرم شرعا، وتنظيم تداولها وطرق التعامل بها، لاسيما عمليات السمسرة وأوامر البورصة وتسعير الأوراق المتداولة... الخ. بالإضافة إلى ذلك، فقد قام رجال الفقه المعاصرين بدراسة الأوراق المالية السائدة في الأسواق على أساس القواعد الشرعية، فاستبعدوا منها كل ما

<sup>1</sup> عبدالرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال العربية. بحث منشور على شبكة الانترنت.

<sup>2</sup> أحمد محمد نصار، الأسواق المالية الإسلامية: مبادئها وأدواتها. ص 25.

<sup>3</sup> محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت - لبنان، 2005، ص 139-140.



هو مرتبط بنظام الفائدة ( بشكل مباشر وغير مباشر)، وأجازوا منها ما كان قائماً على مبدأ المشاركة في الربح أو الخسارة، وبشرط أن يكون النشاط الممول عن طريق الأوراق المالية حلالاً<sup>1</sup>.

**1.2. الوساطة المالية:** السمسار هو "وسيط حر" لا يقدم أي ضمان بالوفاء ويقتصر دوره في توضيح وتقديم المعلومات الكافية حول موضوع الصفقة (المبلغ، الأجل، وعمليات التنفيذ)، على أن يتقاضى عمولة مقابل عمله تحدد من قيمة الصفقة، والسمسار هنا قام بدور الوكيل في عملية إبرام الصفقة (عملية البيع والشراء)، فلا يظهر إسمه في هذه الأخيرة، بينما يظهر فقط إسم وإمضاء المتعاقدين.

**2.2. أوامر البورصة:** إن عملية الوساطة تقوم أساساً على تنفيذ محتوى الصفقة بأمر من العميل (سواء ما تعلق منها بالشراء أو البيع) مع تحديد طريقة التنفيذ للسمسار بكل وضوح (من حيث الكمية، الأجل، والسعر...)، وقد يترك الأمر إلى السمسار حسب ما يراه ملائماً، ويراعي في ذلك دائماً الحفاظ على مصلحة موكله (العميل). وهذه العملية (الأوامر) إجراء مقبول في الشريعة الإسلامية، على شرط أن يكون هذا التوكيل (تنفيذ الأمر)، ومهما اختلفت أنواعه وأشكاله يدخل في باب الحلال وموضوعه جائز شرعاً.

**3.2. تسعير الأوراق المالية:** نظام التسعير للأوراق المالية في السوق المالي يخضع عادة لقانون العرض والطلب كما في أي سوق، بالرغم من أن السوق المالي يحتاج إلى معلومات دقيقة وسريعة وصحيحة في تحديد السعر، فهذا القانون يتفق مع ما جاءت به الشريعة، على أن يسود هذا السوق المنافسة المشروع بين المتعاملين والابتعاد عن جميع أوجه الاحتكار المحرم شرعاً، والذي يؤثر سلباً على المستوى العام للأسعار في السوق المالي، فالحرية في التعامل والصدق والتراضي بين الأطراف المتعاقدة هو الذي يساعد قانون العرض والطلب على استخراج السعر الملائم والصحيح، بهدف منع الضرر وتحقيقاً للمصلحة العامة.

**4.2. تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي الإسلامي:** إذا تم تنظيم معاملات السوق المالي بنفس الضوابط السابقة الذكر من مشروعية أدواتها المالية، وإجرائاتها العملية من تسعير ووساطة وتنفيذ للأوامر، فهي سوق مالية مشروعة طالما أن العقود المبرمة في هذه سوق تضمن حقوق المتعاملين وتحافظ على مصالحهم وتدخّل في مجال الأعمال الجائزة شرعاً، وبالتالي يتم تنفيذ وتسوية الصفقات في السوق المالي من غير ضرر.

**5.2. عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي:** لقد تعددت آراء الفقهاء حول جواز عمليات المضاربة في السوق المالي الإسلامي حيث يذهب البعض إلى استبعادها من معاملات أية سوق إسلامية للأوراق المالية، بدليل أنها مخالفة لقواعد المعاملات ولأضرارها على النشاط الاقتصادي عامة، ويصنفها الفقهاء كنوع من البيوع الفاسدة وشكل من أشكال المقامرة، ومن جهة أخرى يذهب بعض الباحثين المعاصرين إلى أن المضاربة في البورصة هي بيع وشراء الأوراق المالية لا ضرر فيها طبقاً للرأي القائل

<sup>1</sup> باسل الشاعر، "الأسواق المالية الإسلامية التوصيف الخصائص والحاجة"، المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، أوت 2017، ص 17.

بعدم اشتراط نية المشاركة عند شراء الأسهم، وإن وجود المخاطرة في عمليات المضاربة لا ضرر فيه أيضا لأن الأصل في التجارة المخاطرة، ولكن يشترط أن تكون المخاطرة محسوبة ومبنية على قدرة تنبئية لدى المضارب، إلا إذا كانت نوعا من المقامرة وتدخل ضمن الممارسات غير الأخلاقية خاصة إذا رافقها احتكار وتضليل في المعلومات التي تتعلق بأسلوب التعاقد، فالمضاربة حسب هذا الرأي جائزة إذا جردت مما علق بها من الشوائب بأسلوب العقد والممارسات غير الأخلاقية المصاحبة لها، وكيف الاقتصاد الإسلامي هذه الممارسات بوضع قيود وإجراءات تحد من توسعها مثل<sup>1</sup>:

. استخدام السياسة الضريبية، مع مراعاة النمو في سعر هذه الضريبة حسب مدة الاحتفاظ بالورقة.

. تحديد نسبة الاستثمار في الأوراق المالية لكبار المتعاملين، فلا يمكنهم توجيه السوق نحو المضاربة.

. وضع قيود على تغير الأسعار (أي التسعير) في حالة الضرورة.

. فرض عقوبات على من يحاول أن يثير نشاط غير أخلاقي من مثل عمليات التزوير والكذب.

### 3. خصائص السوق المالية الإسلامية

السوق المالية الإسلامية عبارة عن الإطار القانوني المنظم للسوق التي يتم فيها تحويل أو انتقال الأموال من الجهات أو الأشخاص الذين لديهم فوائض مالية إلى الجهات أو الأشخاص الذين لديهم نقص أو حاجة إلى الأموال، يتولى أدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمه لوائح و قوانين وأعراف وتقاليد، يتعامل فيها الراغبون في الاستثمار بوسائل وأدوات إسلامية مشروعة، وبما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد والنظام المالي الإسلامي، كما إن إنشاء الأسواق المالية الإسلامية متوقف على تحقيق مجموعة من الشروط الأساسية في جميع أطراف هذه السوق (إدارة السوق، الهيئات الإشرافية، الوسطاء، الجهات المصدرة، الأدوات المالية وغيرها) بما يحقق المصادقية الشرعية والكفاءة الاقتصادية والتشغيلية<sup>2</sup>. وفيما يلي عرض لأهم خصائص سوق رأس المال الأولية و الثانوية في النظام المالي الإسلامي:

#### 3-1 خصائص السوق المالية الأولية (سوق الإصدار):

أ- **الالتزام بمبدأ الأولوية في الإصدار:** ويقصد بالالتزام بنظام الأولويات، توظيف المدخرات المعبأة عبر الأوراق المالية الإسلامية في إقامة مشروعات تخضع لذلك التقسيم، ويقع خارج نطاق تلك الأولويات استخدام موارد الأوراق المالية الإسلامية مثلا في إنتاج سلع ترفيهية، في حين ما يزال الناس في البلدان الإسلامية في أشد الحاجة لبعض الضروريات الأساسية.

ب- **انخفاض تكاليف الإصدار:** ويرجع ذلك إلى ارتباط الأوراق المالية المصدرة بمشروعات ضرورية للمجتمع، وتنتج الطيبات من السلع والخدمات الضرورية، الأمر الذي يترتب عليه تقليص عدد الوسطاء الماليين، ويعد كل ذلك من الدور المحوري الذي تقوم به الهيئة المشرفة على سوق الإصدار.

<sup>1</sup> باسل الشاعر، نفس المرجع السابق، ص 18.

<sup>2</sup> شيلق رابح، بن قايد الشيخ؛ دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، العدد الثالث، 2015، ص 146.

**ج- خلو سوق الإصدار من عقود المتاجرة بعدم اليقين:** في أسواق رأس المال التقليدية تصدر السوق عقود مشتقة، وهي عقود تستهدف تخفيض عدم اليقين الناشئ عن تقلبات القيمة السوقية للأوراق المالية، وهذا النوع من العقود لا وجود له في سوق رأس المال الإسلامي، فقد أفتت المجامع الفقهية الإسلامية العالمية بحرمة المشتقات المالية لكونها متلبسة بالربا وقائمة على الغرر والصورية والقمار، كما أن التوسع فيها يتم على حساب التمويل الذي ينبغي أن يقدم إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي.

### 3-2- خصائص السوق الثانوية:

**أ- السوق الثانوية سوق لتسييل الأوراق المالية وليس للمضاربة على الفروق:** تعد هذه الخاصية أساسية وتتسجم مع خلو الأوراق المالية من الارتباط بأسعار الفائدة ومؤشراتها، كما تتسجم مع ارتباط سوق الأوراق المالية بالقطاع الحقيقي، وتعد المضاربات على فروق الأسعار في السوق الثانوية من الأسباب الرئيسية لأزمات الأسواق المالية التقليدية، وخاصة أزمات السيولة في سوق الأوراق المالية وتكاليف أزمات السيولة تتمثل في الكساد وهدر الموارد المالية التي تنفق على خروج من الأزمات المالية التي تسببها المضاربات في الأسواق الثانوية على فروق الأسعار وهو سلوك غير أخلاقي.

**ب- حظر التقلب اللحظي في السوق الثانوية:** الالتزام الصارم بالتسعير العادل للأوراق المالية وحظر الإحتكار والتحليل المالي المضلل عبر القنوات والصحف المالية، والتواطؤ لرفع أو خفض الأسعار للإستلاء على أموال صغار المدخرين، كل ذلك محرم في النظام المالي الإسلامي، ويتم الإشراف على السوق من قبل الهيئتين الشرعية والإدارية، ومن أهم مميزات التسعيرة الواحدة أن أي تقصير أو إهمال تتحمل مسؤوليته الكاملة إدارة سوق الأوراق المالية، بينما يستحيل تحميل المسؤولية لأي طرف في ظل عقد الصفقات، وتنفيذ عمليات البيع والشراء عبر برنامج التسعير المستمر للأوراق المالية، كما أن التسعير الموحد يمنح البائعين و المشترين فرص متساوية واستقرار كبير في تقييمات المتعاملين عكس التسعير المستمر الذي يحصد مكاسبه كبار المستثمرين وفي مقدمتهم البنوك التجارية<sup>1</sup>.

### الفرع الثالث: الضوابط الشرعية للأسواق المالية الإسلامية

يقصد بالضوابط الشرعية للأسواق المالية الإسلامية الأحكام والقواعد والأسس الكلية المستمدة من مصادر الشريعة الإسلامية والتي تحكم المعاملات المالية في هذه الأسواق وغيرها من الأسواق. ويقصد بمصادر الشريعة الإسلامية في هذا الصدد، القرآن الكريم و السنة النبوية الشريفة ورأي جمهور الفقهاء. هذه الشروط من شأنها العمل على حفظ المعاملات المالية من الانحراف، فهي تضبط هذه المعاملات وتصلحها من الخلل الذي قد يلحق بها. وتعتبر دراسة وفهم الضوابط الشرعية للمعاملات في سوق الأوراق المالية ضرورة شرعية وواجب على كل مسلم ومسلمة يعمل في هذا المجال باعتبار أن ما لا يتم به الواجب فهو واجب، حيث جاء رجل إلى علي بن أبي طالب وقال يا أمير المؤمنين: إنني أريد التجارة

<sup>1</sup> مطهر سيف أحمد نصر، الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال في النظام الإسلامي، مجلة جامعة ناصر، العدد السابع، 2016، ص 51-57.

- فدعو الله لي، فقال الإمام علي: أو فقهت في دين الله؟ قال الرجل: أو يكون بعض ذلك؟ قال الإمام علي: "ويحك الفقه ثم المتجر فإن من باع واشترى ولم يفقه في دين الله ارتطم في الربا ثم ارتطم"<sup>1</sup>.
- وفيما يلي أهم المبادئ والضوابط الشرعية العامة للعمل في السوق المالي الإسلامي واستخدام أدواته:
- 1- الإلتزام بالقيم الإسلامية في كل الأمور ومنها المعاملات في الأسواق المالية دون التدخل في آلية السوق ويمكن تلخيص هذه القيم في المجموعات الآتية:
    - القيم الإيمانية ومنها استشعار الخوف من الله .
    - القيم الأخلاقية ومنها الصدق، والسماحة، والشفافية، والأمانة، وتقديم البيانات الصحيحة في التعامل.
    - القيم السلوكية ومنها التعاون، والتضامن، والاستقامة والحلم.
  - 2- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الاستثمار أو الاسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق، لكن في السوق المالية الإسلامية لا توجد مثل هذه المضاربات لأن العقود الإسلامية تهدف إلى الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي كالمشاركات وغيرها، بالإضافة إلى ذلك فإن الإسلام قد حرم الاحتكار.
  - 3- توحيد وترشيد الاستثمارات نحو المشروعات الضرورية والتي يحتاج إليها الناس جميعا وفيها منافع لحفظ كليات الشريعة، وتجنب توجيه الأموال نحو الإسراف والتبذير، وعدم انفاق أي مال لا يقابله عائد مشروع مما يضيف إلى تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد.
  - 4- تجنب مختلف المعاملات الربوية، سواء في مجال الديون أو في مجال البيوع باعتبار أن الفوائد الربوية هي المولد والمنشط للأزمات الاقتصادية بصفة عامة، والأزمات في السوق المالي بصفة خاصة، وهذا لا يعني حقيقة أن الشريعة الإسلامية بحظرها دفع أو تلقي فوائد ربوية ضمنا أنها ترفض الحصول على أموال أو تشجع الارتداد إلى اقتصاد الاقتصار على الدفع نقدا أو المقايضة، فهي تشجع جميع الأطراف في معاملة مالية ما على تقاسم مخاطر وأرباح أو خسائر المشروع والمبرر هو ربط العائد في العقد الإسلامي بإنتاجية المشروع ونوعيته، مما يضمن توزيعا أكثر انصافا للثروة<sup>2</sup>.
  - 5- حرية المنافسة: تظهر هذه الحرية في أسواق المال عن طريق التقاء قوى العرض والطلب، لاتخاذ أسعار الأوراق المالية المتداولة بها والتنافس المشروع بين المتعاملين في سوق رأس المال، فالأصل في الشريعة الإسلامية عدم التدخل بفرض سعر معين للسلع المتداولة في الأسواق، حيث إن التعامل في الشريعة الإسلامية مبني على الحرية وعلى صحة ما يترضى عليه المتعاقدين وفي هذا منع للضرر.
  - 6- الإفصاح: نظرا لاتساع نطاق الشركات وانفصال ملكيتها عن إدارتها، أصبح الإفصاح الدوري عن المركز المالي ضرورة من ضرورات العصر في العلاقات المالية، ومن وسائل الإفصاح نشر القوائم

1 عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر 2006، ص 11-12.

2 مشري فريد، عتروس صبرينة، الأسواق المالية الإسلامية - المفهوم والأدوات -، مجلة الإجتهد القضائي، العدد 11، سنة 20...، ص 92.

المالية للشركة وإرسالها للمساهمين، الرقابة الخارجية عليها عن طريق مكتب المحاسبة، بيان حجم المبيعات، الطلب الكلي ودراسة توقعات السوق، مشكلات التسويق، وكذلك بيان هيكل الإدارة وصلاحيتها وأساليب اتخاذ المسؤولية والجزاء على إخفاء أو تحريف المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها مع حماية أصحاب الأموال واسترداد حقوقهم عند ظهور التقصير أو التعدي، وقد حرص الإسلام حرصاً بالغاً على الإفصاح، ويقصد بالإفصاح بيان المعاملات التي يمكن أن تؤديها الأدوات المالية الإسلامية التي يتم ابتكارها أو حتى تطويرها.

7- تحريم الاحتكار: فالاحتكار في سوق رأس المال يظهر بما يسمى عمليات الإحراج، والتي يسعى عن طريقها المضاربون لجمع وحبس الصكوك ذات النوع الواحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق واستغلال حاجة المتعاملين في السوق تعاملًا آجلاً للوفاء بالتزامهم، عن طريق فرض سعر معين عليهم بالنسبة لهذه الصكوك، وقد منعت الشريعة الإسلامية الاحتكار وجعلته محرماً<sup>1</sup>.

#### الفرع الرابع: مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية

تبرز أهمية مؤشرات الأسواق المالية في الدور الذي تلعبه في مجالي المال والأعمال، حيث أنها تعكس حال السوق بصفة عامة أو حالة أحد القطاعات تبعاً لتغير مستوى المؤشر الذي يقيس أداءها. وبالتالي فهي مرآة للحالة الاقتصادية تبين ما إذا كان السوق في حالة صعود (إذا ارتفعت قيمة المؤشر)، أو في حالة نزول (إذا انخفضت قيمة المؤشر). كما يعتمد المحللون الاقتصاديون على المؤشرات في توقعاتهم بخصوص الحالة الاقتصادية المستقبلية ولمقارنة نمو الأسواق والقطاعات فيما بينها مما يمكنهم من اتخاذ قراراتهم بناء على هذه المعلومات، كما أن مؤشر سوق الأوراق المالية يقيس بالفعل أداء "محفظة متنوعة". وبعبارة أخرى، يتم دمج الشركات - التي يرجح رصيدها من رأس المال - من عدة صناعات في مؤشر سوق الأوراق المالية. على سبيل المثال يكون لسعر الصرف أكبر التأثير على المحفظة الاستثمارية عندما يتم تمثيل المزيد من الشركات الموجهة للتصدير في مؤشر سوق الأوراق المالية.<sup>2</sup> إلا أن هناك من يرى أن المؤشرات قد لا تعكس بالضرورة حالة السوق، نظراً للتباين الكبير على المستوى القطاعي، كما أن مؤشرات الأسواق المالية تختلف باختلاف عينتها (الشركات المكونة لها) وكيفية ترجيحها والطريقة المعتمدة في حسابها، فمنها ما يشمل الأسهم المدرجة في السوق كافة، ومنها ما يكتفي بأسهم كبريات الشركات، وهناك أيضاً أنواع متخصصة بشركات قطاعات معينة أو مناطق جغرافية محددة، كما أن هناك مؤشرات تميز بين أسهم الأسواق الناشئة والمتقدمة. وبخصوص مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية فإنها تستمد خصوصيتها من أمور ثلاثة:

\* أولها: أن هذه المؤشرات تقيس أداء الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية فقط،

\* وثانيها: مراعاة تحقق الضوابط الشرعية والفنية في حساب المؤشرات وطرق استخدامها،

<sup>1</sup> نصبه مسعودة، السبتي وسيلة، صناعة الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2017، ص 69-70.

<sup>2</sup> Paul WELFENS & Cillian RYAN, financial market integration and growth, Springer-Verlag, Berlin, 2011, page 33.

\*وثالثها: وجود هيئة شرعية مستقلة تعمل على مراجعة البيانات الخاصة بالشركات بشكل دوري (في الأغلب كل ثلاثة أشهر)؛ لاتخاذ القرار المناسب (ضمها أو استبعادها من عملية احتساب المؤشر)<sup>1</sup>.

### 1- مفهوم مؤشرات الأسهم الإسلامية:

لأسواق رأس المال مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنها وتعكس مستويات أدائها في الوقت نفسه، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رأس المال في توقيت قراراتهم الاستثمارية، كما أنها تستخدم على نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلا عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها. فالمؤشرات هي بمثابة مقاييس تغييرات القيمة في مجموعات أنموذجية من الأسهم، ويتألف المؤشر من عدد محدد من أسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي جرى تجميع أسعارها وتقسيم تلك الأسعار، إما على عدد الأرقام أو على سعر محدد مسبقا.

إن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية للبلد الذي تعمل فيه السوق. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية، وقد تباينت وجهات النظر فيما يتعلق بتبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم بوصفه قائدا للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، فالتأثيرات النفسية لتغيرات أسعار الأسهم تؤدي إلى تذبذب أسعار الأسهم مع حالات التفاؤل والتشاؤم، ذلك أن أسعار الأسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الأفراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش، مما يزيد من رغبتهم في الاستثمارات ذات المخاطر العالية، وبذلك تصبح الموثوقية وليس أرباح الشركة هي المحرك الأساس لأسعار الأسهم.

يقوم المؤشر العام لأسعار الأسهم على الأسهم المتداولة في السوق كافة، أو يستخرج من عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق، وفي هذه الحالة يفترض أن يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه من خلال إجراء عدة أنواع من التصفية. هناك نوعان من التصفية التي يتم تنفيذها لإنشاء مثل هذه المؤشرات، ترشيح نوعي وآخر كمي. تتمثل التصفية النوعية في استبعاد الأسهم التي تعد جزءا من القطاعات غير المشروعة. أما التصفية الكمية فهي قياس ثلاثة أنواع من النسب المتعلقة بالهيكل المالي للشركة، والتأكد من أن قيمتها أقل من 33%<sup>2</sup>. نوضح أسس بناء المؤشرات في الشكل التالي<sup>3</sup>:

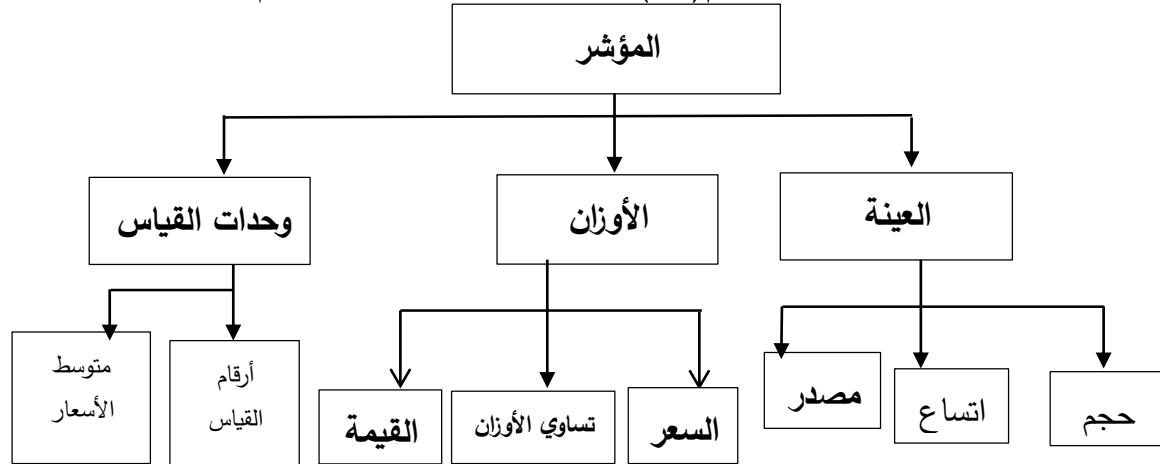
<sup>1</sup> عبد الباري الخليلشي، مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2016، ص 02.

<sup>2</sup> Mohammed Salah CHIADMI, La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière, THESE DE DOCTORAT, Université Mohammed V, Rabat, 2015, page 70.

<sup>3</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل، المجلد 30، العدد 79، ص 74-77.



الشكل رقم (09): أسس بناء مؤشر أسعار الأسهم



المصدر: بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرفادين، جامعة الموصل، المجلد 30، العدد 79، ص 77.

## 2- أهمية مؤشرات أسعار السهم الإسلامية:

لا تختلف أهمية مؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية عن أهمية مؤشرات أسعار الأسهم التقليدية إلا من خلال الفئة المستهدفة، فمؤشرات أسعار الأسهم الإسلامية تستهدف المستثمرين الباحثين عن الاستثمارات وفق أحكام الشريعة الإسلامية، أي أن المؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية أنشئت للأشخاص المستثمرين والراغبين في الاستثمار وفقاً لمبادئ الاقتصاد الإسلامي، من خلال قياسها للأداء الاستثماري لشركات تعمل في أنشطة مباحة وذات أغراض مشروعة، وتبرز الحاجة إلى وجود مؤشرات لأسعار الأسهم الإسلامية لتقديم ملخصاً لأدائها المالي يساعد المستثمر الراغب في الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وأن هناك العديد من العوامل أدت إلى إنتشارها وضرورة وجودها وعليه يمكن إبراز أهمية مؤشرات أسعار الأسهم والأرقام القياسية للسوق المالي الإسلامي كالاتي<sup>1</sup>:

- توفير خدمة لأطراف المتعاملين في السوق المالي الإسلامي سواء أكانوا مستثمرين أشخاص طبيعيين أو اعتباريين من خلال قدرتهم على متابعة محافظهم الاستثمارية وتوفير أساس للمقارنة مع استثمارات اخرى.
- يعكس المؤشر مدى الوازع الديني والرغبة لدى الأفراد بجعل استثماراتهم ملتزمة مع القواعد الأخلاقية بحيث لا يتم فصل الأخلاق عن الاستثمار وهذا جانب مهم جداً لدى المستثمر المسلم بحيث تكون استثماراته متفقة وأحكام الشريعة الإسلامية ويعطي أولوية للمسؤولية الاجتماعية من خلال وجود مؤشرات أسعار أسهم إسلامية ذات أنشطة مشروعة لا تتعامل بالمحرمات.

<sup>1</sup> عمر النصور، نحو انشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان "دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم (21) والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية: "الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، الجامعة الأردنية، عمان، 2017، ص 16-17.



- ظهور بعض الصناديق الاستثمارية تهتم بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار من خلال تجنبها الاستثمار في بعض الأسهم التي تنتمي لقطاعات معينة مثل شركات الدخان والأسلحة والتي تلحق أضراراً بالمجتمع، كما أن الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين الذين يبحثون عن الاستثمارات المتقدمة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتزايد عدد المسلمين في العالم وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية ساهم أيضاً في ظهور وانتشار المؤشرات الإسلامية.
- جذب صناديق الاستثمار الباحثة عن الاستثمار وفق أحكام الشريعة الإسلامية وبالتالي مساعدتهم في الوصول مباشرة للأسهم الإسلامية التي لا تتعامل بالربا أو المحرمات.
- تزايد عدد المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وانتشار صناديق الاستثمار في الأسهم الإسلامية بشكل كبير جداً في معظم دول العالم يتطلب إنشاء مؤشرات مالية إسلامية لقياس أدائها وفقاً لمعايير محدده تتسجم وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

### 3- أهم النماذج في إصدار مؤشرات الأسهم الإسلامية:

**3-1 نموذج البحرين:** في 09 فبراير من عام 1999 أعلن في المنامة عن إطلاق مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي، وعلمت مجلة **CNNMony** على المؤشر بأنه " مؤشر جديد للمسلمين الذين يجدون صعوبة للإبحار في عالم المال الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز و شركاءه أن يجلوا مهمتهم أقل صعوبة". تكون مؤشر **Dow Jones Islamic Market Index** من 600 شركة عالمية من 30 دولة حول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية<sup>1</sup>، وقد أنشأ داو جونز مجلساً استشارياً من علماء الشريعة الإسلامية من كل من سوريا وباكستان والبحرين والسعودية و الولايات المتحدة الأمريكية، كما أضيف للمجلس أحد علماء الشريعة الإسلامية من ماليزيا بنهاية سنة 2002. ويساعد المجلس مؤسسة داو جونز في عمليات الفرز والتصنيف لاختيار شركات المؤشر، وتتنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم ومراجعتها بصفة دورية دون الاستشارات المالية الفنية<sup>2</sup>.

**3-2 نموذج ماليزيا:** وفي إطار تنفيذ مبادئ الشريعة في إصدار الأوراق المالية، ولتسهيل قياس أداء الأسهم كان لا بد من استحداث مؤشرات إسلامية كان أهمها<sup>3</sup>:

- **مؤشر رشيد حسين المحدودة داو جونز:** رشيد حسين المحدودة هو أحد البنوك المشهورة في ماليزيا، وتم طرح هذا المؤشر في سنة 1996 ، وأصبح خاضعاً لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية في 2005 ويقيس هذا المؤشر حركة الأسعار لجميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية للبورصة، وتوجد في هذا المؤشر 52 شركة.

<sup>1</sup> Engkuchik, Engku Ngah S, A Review of Securities Commission of Malaysia's Revised Shariah Stock-Screening Criteria, *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2016, p 73.

<sup>2</sup> حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي و متطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، جامعي الإمارات العربية المتحدة، 2012، ص ص 1379-1981.

<sup>3</sup> محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2013، ص 170.

- المؤشر الشرعي كوالالمبور: تم طرح هذا المؤشر في سنة 1999 لتلبية طلبات المستثمرين المحليين والأجانب الذين يريدون الاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>، و في سنة 2007 تم طرح مؤشر The FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah index المتكون من 203 شركات، و مؤشر The FTSE Bursa Malaysia HIJRA Shariah index المتكون من أكبر 30 شركة تتوافق مع الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.
- 3-3 نماذج أخرى: بالإضافة إلى التجربة الماليزية والبحرينية، باعتبارهما تجربتان رائدتان في مجال إنشاء أسواق مالية إسلامية، نتطرق في هذا الجزء إلى تجارب أخرى في هذا المجال، من أهمها<sup>3</sup>:
  - البورصة الهندية التي طرحت مؤشرها الإسلامي The Parsoli Islamic Equity (PIE) Index بالتعاون مع شركة Parsoli .
  - مؤشر الشريعة S & P500 هو عنصر أساسي في المؤشرات الإسلامية الأمريكية التي تستخدم كعنصر في بناء محفظة، يعكس هذا المؤشر أداء 500 شركة في الولايات المتحدة، والتي تم تحديدها من خلال تطبيق معايير الاختيار الكمية والنوعية<sup>4</sup>.
  - بوضة الكويت هي أيضا طرحت مؤشرها الإسلامي Kuwait Shariah Criteria Index .
  - مؤشر "بخيت" طرح سنة 2007 ببورصة الرياض بالمملكة العربية السعودية.
  - طرحت بورصة باكستان " Karatchi Stock Exchange " في شهر سبتمبر من سنة 2008 مؤشرها الإسلامي الأول بالشراكة مع شركة الاستثمار " الميزان".

### المطلب الثاني: السوق المالي الإسلامي الماليزي

يتكون سوق الأوراق المالية في ماليزيا من سوق الأوراق المالية تقليدي وآخر إسلامي، وكغيرها من البورصات تقسم إلى سوق منظم وسوق غير منظم، وتعتبر البورصة من أهم مصادر التمويل وسد حاجات الاستثمار في ماليزيا باعتبارها من أكبر الدول الرأسمالية في منطقة جنوب شرق آسيا. وكان الظهور الفعلي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا في 09 مايو 1960، حين شكلت سوق منظمة مشتركة مع سنغافورة، وتم تداول في هذا السوق بموجب اتفاقية تبادل العملات. في عام 1973، توقفت سنغافورة وماليزيا عن استخدام العملة الموحدة وبدأت في العمل كبورصة منفصلة لكلا البلدين وهما بورصة سنغافورة وماليزيا (SES) وبورصة كوالالمبور (KLSEB). في عام 1976، تم تأسيس بورصة

<sup>1</sup> بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، 2009، ص 06.

<sup>2</sup> Mansur, fatin umairah and Masih, should the malaysian islamic stock market investors invest in regional and internal equity markets to gain portfolio diversification benefits ?, *MPRA*, 2017, p 03.

<sup>3</sup> Khamlichi, Abdelbari El, Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, these de doctorat, Université d'Auvergne, 2012, p 87.

<sup>4</sup> Elmehdi MAJIDI, La finance islamique et la croissance économique : Quelles interactions dans les pays de MENA ?, Thèse pour le Doctorat, Université de Pau et des Pays de l'Adour, 2016, page 142-143.

كوالالمبور (KLSE) كشركة محدودة واستحوذت على أعمال KLSE في نفس الوقت.<sup>1</sup> وتطورت سوق الأوراق المالية تطورا ملحوظا خاصة بعد سنة 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية وسوق المشتقات، كما اعتمدت السلطات الماليزية خطط رئيسية لتطوير البورصة الماليزية منذ فبراير 2001.<sup>2</sup>

### الفرع الأول: نشأة السوق المالية الإسلامية في ماليزيا

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن 19 بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، أما سوق رأس المال فقد تأسس رسميا عام 1973، وتمت عملية تطويره تدريجيا<sup>3</sup>، وفي تاريخ 14 ديسمبر 1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة، وتعتبر هذه البورصة في الوقت الراهن أساس سوق رأس المال في ماليزيا، والكيان الذي يحكم سلوك أعضائه وشركات الوساطة في تعاملات الأوراق المالية، ويتحقق من استيفاء شروط ومتطلبات القيد ومعايير الإفصاح ومراقبة أداء السوق. وقد تطور سوق رأس المال الماليزي تطورا ملحوظا بعد عام 1993، بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق المشتقات<sup>4</sup>، وسعت فيما بعد هيئة الأوراق المالية الماليزية لجعل ماليزيا مركزا دوليا لأسواق رأس المال الإسلامية.

كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي وتم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات والمنتجات المصرفية وفق المبادئ الشرعية الإسلامية، تبعه إنشاء أول بنك إسلامي ماليزي وهو بنك ماليزيا برهارد الذي بدأ عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993.

أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينيات من القرن الماضي عندما قامت الشركة (شيل أم دي. أس) بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في 1990<sup>5</sup>، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات المالية الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه، ومع بداية تأسيس هذا السوق، ظهرت تساؤلات عن مدى التزام هذا الأخير بالأحكام الشرعية، مما دفع وزارة المالية الماليزية وهيئة الأوراق المالية إلى اتخاذ إجراءات معينة ومنها تشكيل قسم سوق رأس المال الإسلامي في عام 1994 والذي يعبر عن الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية فيما يتعلق بسوق رأس المال

<sup>1</sup> NG SIEW WEN AND ALL, The determinants of malaysian stock market performance, bachelor of finance, university TUNKU ABDUL RAHMAN, 2015, page 04.

<sup>2</sup> مرعي ضو، أبو بكر نصر، عبد السلام شندولة، أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجا"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة زلنن، الجامعة الأسمرية الإسلامية، العدد 05، 2015، ص 78.

<sup>3</sup> شعيب يونس، عرض تجارب رائدة في إدماج المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول: إشكالية إدماج المنتجات الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، 2015، ص 13.

<sup>4</sup> عبدلي حنان، اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 18، 2018، ص 115.

<sup>5</sup> بوزمان وسيلة، ناصر المهدي، تقويم التجربة الماليزية في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 01، 2017، ص 46.

الإسلامي في ماليزيا، بالإضافة للجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الإسلامية في أواخر عام 1994، وبعد عام تحولت إلى اللجنة الاستشارية الشرعية.

تعد هذه الإجراءات والتطورات خطوة جوهرية في بناء وتنظيم سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، حيث تخضع لرقابة اللجنة الاستشارية بالتعاون مع الجهة الإدارية لهيئة الأوراق المالية الماليزية وهذه الأخيرة في تطوير هذا السوق من خلال<sup>1</sup>:

- توفير كافة الدراسات والبحوث، وعقد المناقشات والحوارات المتعلقة بسوق رأس المال الإسلامي.
- المحاولات الخاصة لتطوير فعالية الأدوات المالية وتقويتها.
- تقديم سوق رأس المال الإسلامي على المستوى المحلي والدولي من خلال الندوات والدورات وغيرها من الأساليب التي تعطي صورة كاملة عن هذا السوق.

تتيح سوق الأوراق المالية الإسلامية فرصة الاستثمارات الممتازة للمستثمرين المسلمين في القطاعات التي لا تتعامل بالمحرمات، وكما رأينا تشرف على رقابة هذه الأنشطة لجنة شرعية تسهر على ضمان مطابقة أنشطة هذا السوق للأحكام الشرعية الإسلامية وهذا ما يعزز ثقة المستثمرين بالسوق، بالإضافة لأنه يتيح للجهات المصدرة إصدار الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خاصة الأسهم والصكوك الإسلامية القابلة للتداول

### الفرع الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق المالية الإسلامية في ماليزيا

**1- الإطار التشريعي:** يعد الإطار القانوني والتنظيمي السليم أمرا أساسيا في تطوير أي نظام مالي. وقد أقرت بذلك الحكومة الماليزية ، مما يدل على التزامها من خلال تعديل القوانين الحالية ، وكذلك سن قوانين جديدة لتعزيز التمويل الإسلامي<sup>2</sup>، ويحكم ممارسة التمويل الإسلامي في ماليزيا العديد من النصوص التنظيمية أهمها:

**أ\_ قانون المصارف الإسلامية 1983 :** يعتبر أول قانون يجيز العمل المصرفي الإسلامي بحيث يضم 8 أجزاء أساسية الجزء الأول منه يمثل مقدمة يعرف فيها القانون ويحدد فيه آليات التطبيق، أما الجزء الثاني خصص لشرح شروط منح التراخيص للبنوك الإسلامية، أما الجزء الثالث تناول الاحتياجات المالية وواجبات البنوك الإسلامية، كما ركز على مسألة الملكية ومراقبة وإدارة البنوك الإسلامية في الجزء الرابع، في حين الجزء الخامس سلط الضوء على القيود المفروضة على الأعمال التجارية والذي تناول 8 أحكام رئيسية من قسم 24 حتى قسم 30 ، الجزء السادس نص على صلاحيات الإشراف والرقابة على البنوك الإسلامية، أما الجزئين الأخيرين يبين فيهما آليات التعديل التي يمكن أن تمس لوائح هذا القانون. ودخل

<sup>1</sup> بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015، ص 20.

<sup>2</sup> Dato Dr Nik Norzrul Thani Nik Hassan Thani and Madzlan Hussain, LEGAL AND REGULATORY ISSUES CONCERNING ISLAMIC FINANCE'S DEVELOPMENT IN MALAYSIA, Current Issues in Islamic Banking and Finance, World Scientific Publishing, 2010, page 81.

هذا القانون حيز التنفيذ في 7 أبريل 1983 حيث أنه منذ هذا التاريخ تم تعديل القانون ستة مرات وذلك لكي يتلاءم مع الحاجة ونمو الصناعة المالية للبنوك الإسلامية، حيث يتم تنظيم هذه النشاطات من طرف بنك Negara حيث يعرف قانون المصارف الإسلامية البنك الإسلامي: " على أنه كل شركة تزاول العمل المصرفي الإسلامي ولديها ترخيص ساري المفعول بالإضافة إلى جميع المكاتب والفروع المتواجدة في ماليزيا والتي تشكل بنك واحد، أما " العمل المصرفي الإسلامي " فيعرفه على أنه: مجموعة الأهداف والعمليات التي تحرص على تنظيم المعاملات المالية وفق ما يتوافق مع قيم الشريعة الإسلامية. صدر هذا القانون لتوفير التراخيص وتنظيم العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا بما يتلاءم مع قيم الشريعة الإسلامية وجاء هذا القانون لتجسيد قانون الرقابة الذي صدر لأول مرة في عام 1953.

**ب\_ قانون التكافل 1984:** تم ترخيص عملية التكافل في ماليزيا بعد الموافقة على قانون التكافل 1984، الذي أقره البرلمان الماليزي بهدف ضمان التكافل كقطاع داخل النظام المالي الإسلامي وفق طريقة منظمة تسمح بصناعة التأمين وفق قانون منفصل، حيث أن السلطة الرقابية المخولة بموجب قانون التكافل هي البنك المركزي الماليزي ( بنك نيجارا ماليزيا ) حيث أن محافظ البنك هو أيضا المدير العام للتكافل. كما يرغب عادة المستثمرين في الاستفادة من العائد على استثماراتهم من دفع أرباح الأسهم، إذ أنهم سابقا لم يكن باستطاعتهم استغلال الأرباح التي تحققها الشركة، وعليه فإن الأنشطة الرئيسية للتكافل بماليزيا هي توفير وإدارة التكافل العائلي والتكافل العام للشركة، وعليه أقامت تكافل ماليزيا الأدوات المالية المناسبة لإدارة مستوى من عائد الاستثمار لتتم مشاركتها مع المساهمين فيها<sup>1</sup>.

**ج\_ قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007:** إنّ قانون سوق رأس المال والخدمات عام 2007 هو القانون الرئيس الذي يحكم أنشطة الأوراق المالية وعملياتها وتم سنّه في مايو عام 2007 من قبل مجلس البرلمان الماليزي. ومن أهم أهداف هذا القانون هو ضمان حماية المستثمرين وتعزيز ثقة الوكلاء أمام حملة السندات وتقوية هيئة الأوراق المالية الماليزية، وأهمّ من هذا كله إضافة مواد جديدة.

**د\_ قانون الخدمات المالية الإسلامية عام 2013:** هذا القانون هو قانون موحد يتضمن قانون المصرفية الإسلامية عام 1983 والمواد المناسبة لأنشطة المالية الإسلامية وعملياتها من قانون المصرفية والمؤسسات المالية عام 1989، ويتضمن نصوص هامة لتطوير الصناعة المالية الإسلامية والتوسع من أنشطتها التجارية. بالإضافة إلى القوانين السابقة، فهناك مبادئ إرشادية تنشرها هيئة الأوراق المالية الإسلامية لتوجيه سوق رأس المال الإسلامي، ومما يناسب الصكوك من هذه المبادئ ما يلي<sup>2</sup>:

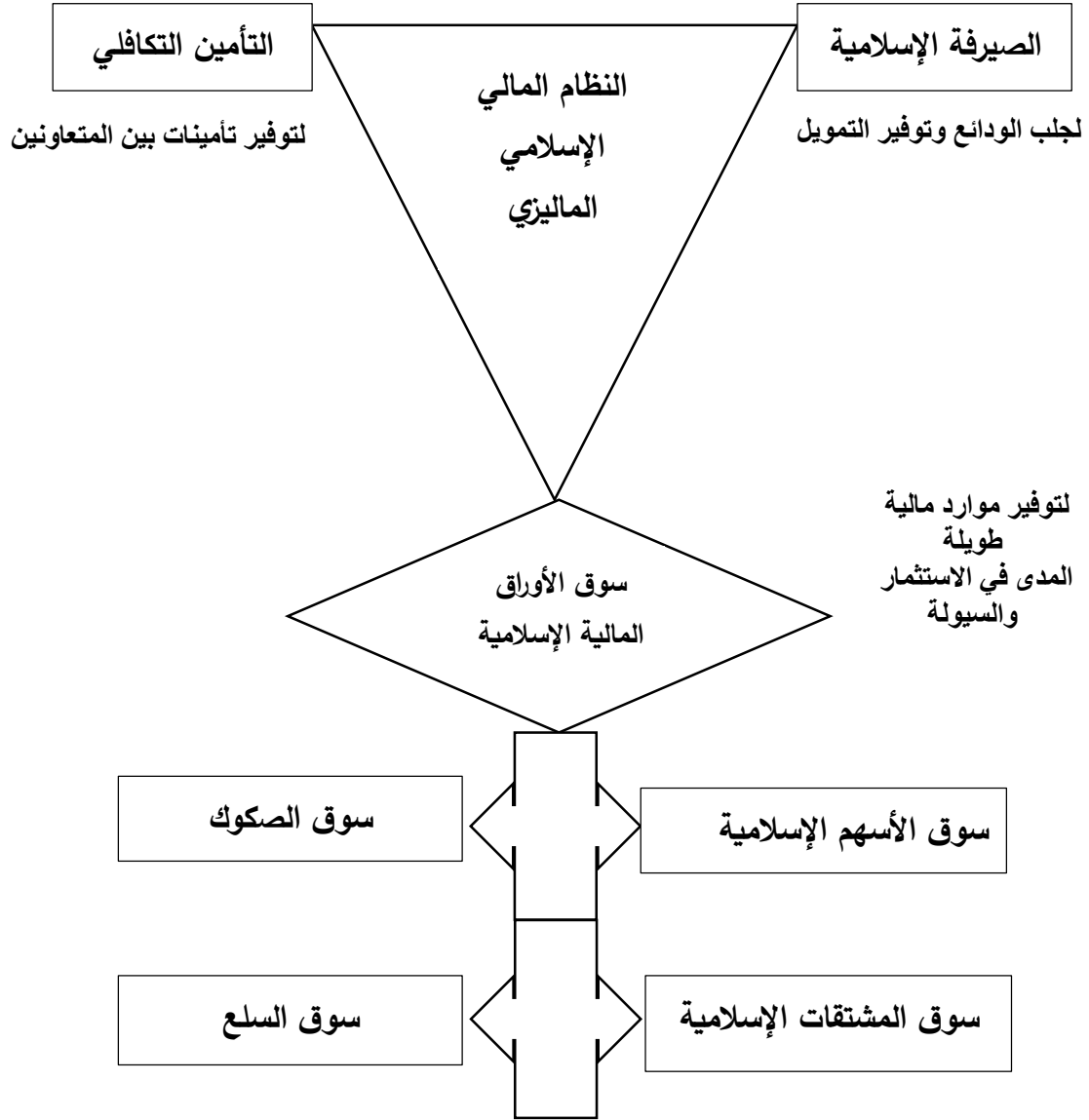
<sup>1</sup> لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، 2015، ص 92.

<sup>2</sup> لقمان الحكيم بن حسين، نور شهيدا كسري، أبرز التشريعات القانونية لسوق رأس المال الإسلامي: تجربة ماليزية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، 2017، ص 07.

- المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك.
  - المبادئ الإرشادية لإصدار الصكوك المدعومة بالأصول.
- كل هذه القوانين والمبادئ الرقابية وضعت أساساً لضمان أمور ثلاثة وهي العدالة والشفافية والاطمئنان وثمرتها حماية الأطراف المتعاملة في السوق وتقادي المخاطر التنظيمية.
- 2- الاطار التنظيمي للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا:**
- تعد بورصة ماليزيا سوقاً منظمة وسهلة الوصول إليها، لما تقدمه من منتجات متنوعة ومبتكر، ولتعزيز المنتجات المقدمة إلى المستثمرين، أنشأت بورصة ماليزيا سوق للأوراق المالية الإسلامية، وهذا بغية تطوير أسواق رأس المال المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والمنتجات والأدوات المتداولة فيها. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية، إلى سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية وسوق الصكوك وسوق المشتقات كما يلي<sup>1</sup>:
- **سوق السلع:** ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار.
  - **سوق الأسهم الإسلامية:** ويتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتوفر فيها المعايير والخصائص المحدودة من قبلها، وهي ما تمثله من 88% من إجمالي الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية أو ما نسبته 64% من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010.
  - **سوق الصكوك:** وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية- الرينجيت Ringgit الماليزي -أو بالعملات الأجنبية، مصدرة من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية.

<sup>1</sup> مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 180.

الشكل رقم (10): أقسام النظام المالي الإسلامي في ماليزيا.



المصدر: محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص 174.  
كما يمكن تقسيم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا إلى كل من أدوات الملكية الإسلامية والصكوك الإسلامية ولأدوات المالية الإسلامية المركبة (المشتقات).



**الشكل رقم(11): أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا**

سوق الملكية الإسلامية:	سوق الصكوك:
- الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	- الصكوك الخاصة والصكوك الحكومية
- صناديق الاستثمار الإسلامية	- التمويل الإسلامي المستند إل أصول
- صناديق الاستثمار العقاري الإسلامية	- التمويل الإسلامي المرتكز عل الأسهم
- المؤشرات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	- التمويل الإسلامي المدعوم بأصول

**المشتقات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية:**  
العقود الآجلة لزيث النخيل، العقود الآجلة للنفط الخام " نواة النخيل"، عقود الأسهم المفردة الآجلة

خدمات السمسرة الإسلامية:	المنتجات المهيكلة الإسلامية :
- السمسرة في التجارة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	- الاستثمار المهيكل المزدوج العملة
- هامش التمويل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	- الاستثمار المهيكل المرتبط بالعملية
والرقابة الشرعية	

**المصدر:** عبد الناصر براني وبركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً"، مجلة الشريعة والاقتصاد، العدد 10، 2016، ص 358.

**الفرع الثالث: تطور السوق المالية الإسلامية في ماليزيا**

إن سوق المال الإسلامي هي من دون شك وسيلة هامة في قطاع الخدمات المالية الإسلامية ككل، وتعتبر الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية والصكوك الاستثمارية الإسلامية المتنوعة إحدى الأدوات المالية الأقرب للتطبيق والقبول في ماليزيا، والتي تساهم بشكل كبير في تطوير الاقتصاد الماليزي، كما أن من مقومات السوق طبيعة أدواتها، فإن صلحت

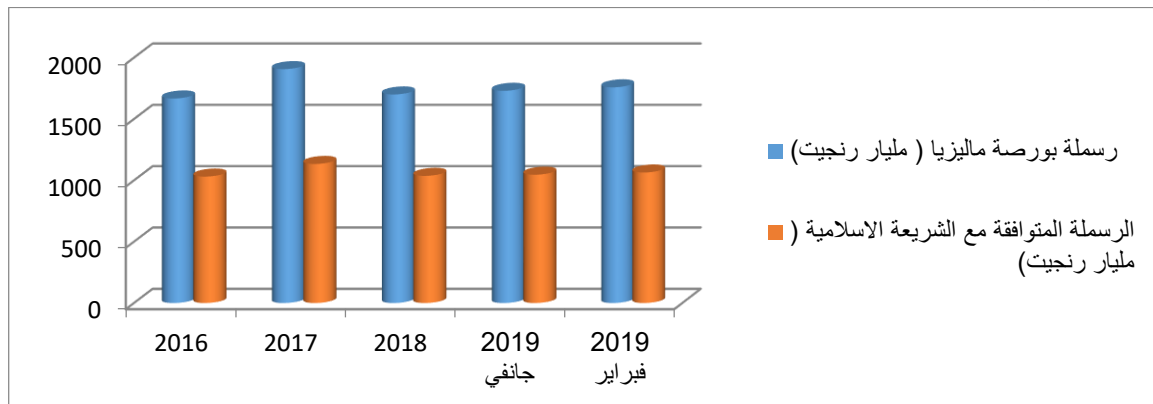
واعتمدت وضبطت بالشريعة دعت إلى صلاح واعتدال السوق وقيامها على أصول الشريعة ، لذا تعتبر الأدوات المالية الإسلامية ركيزة من خلالها نرى بوضوح حالة السوق وشريعتها.

### 1- أدوات الملكية في سوق رأس المال الإسلامي الماليزي:

تعتبر الأسهم العادية وشهادات الشراء من الأسهم الموجودة وشهادات الاكتتاب القابلة للتحويل أو شهادات الشراء من الأسهم الجديدة المدرجة في القائمة الرئيسية في البورصة الماليزية للأوراق المالية، أقرب الأدوات المالية توافقا مع أحكام الشريعة. وتخضع قائمة هذه الأدوات إلى المراقبة والفحص من وقت لآخر، وتتم عملية الفحص بشكل دوري مرتين سنويا، فأى تغيير في أنشطة الشركات يؤثر في استمرار الاستثمار فيها إذا أصبحت أنشطتها الرئيسية تحتوي على عمليات محرمة شرعا.

فقد قامت هيئة الأوراق المالية الماليزية بطرح الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية، وسمحت بتداولها والاستثمار فيها لأول مرة في جوان 1997، وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن شركات المساهمة الماليزية المصدرة لهذا النوع من الأسهم في غالب الأحيان أنشطتها الرئيسية مباحة، ولاكن أنشطتها الفرعية مختلطة بعناصر محرمة شرعا طالما كانت تقوم على معايير وضوابط أقرتها اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية وضوابط إضافية أقرب إلى منهج التشريع الإسلامي القائم على التيسير ورفع الحرج، ويتمشى مع متطلبات تغيير الواقع باتجاه الإسلام، لضمان المصلحة العامة لدى المستثمرين المسلمين المحليين والأجانب في إيجاد فرص الاستثمار الأكثر توسعا في ماليزيا. وهذا لا يعني بالضرورة عدم الحاجة إلى البدائل الشرعية والسعي لإيجادها لأن الهدف من وراء شراء أسهم هذه الشركات تغييرها نحو الحلال المحض، مع ضرورة الاحتياط في هذه المسألة، فالمسؤولون القادرون في الشركة وغيرها آثمون، ولا يعتبر هذا الاجتهاد مسوغا للمساهم الانتفاع بالمال الحرام الذي دخل في عوائد الشركة ولو كان بنسبة ضئيلة<sup>1</sup>. و فيما يلي نوضح أهم التطورات الحاصلة في سوق رأس المال الماليزي لاسيما تطور أدوات الملكية الإسلامية:

**الشكل رقم (12):** تطور مؤشرات سوق رأس المال الماليزي من سنة 2016 الى غاية فبراير 2019



**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لـ: Bursa Malaysia

<sup>1</sup> سليمان عادل، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي، رسالة ماجستير، جامعة بسكرة، 2014، ص 249.

## الجدول رقم(03): تطور عدد الأسهم المدرجة في بورصة ماليزيا ونسبتها

السنة	العدد الاجمالي للأسهم	عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
2016	904	671	74,23 %
2017	905	688	76,02 %
2018	915	689	75,30 %
جانفي 2019	918	689	75,05 %
فبراير 2019	917	688	75,03 %

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الموقع الالكتروني لـ: Bursa Malaysia

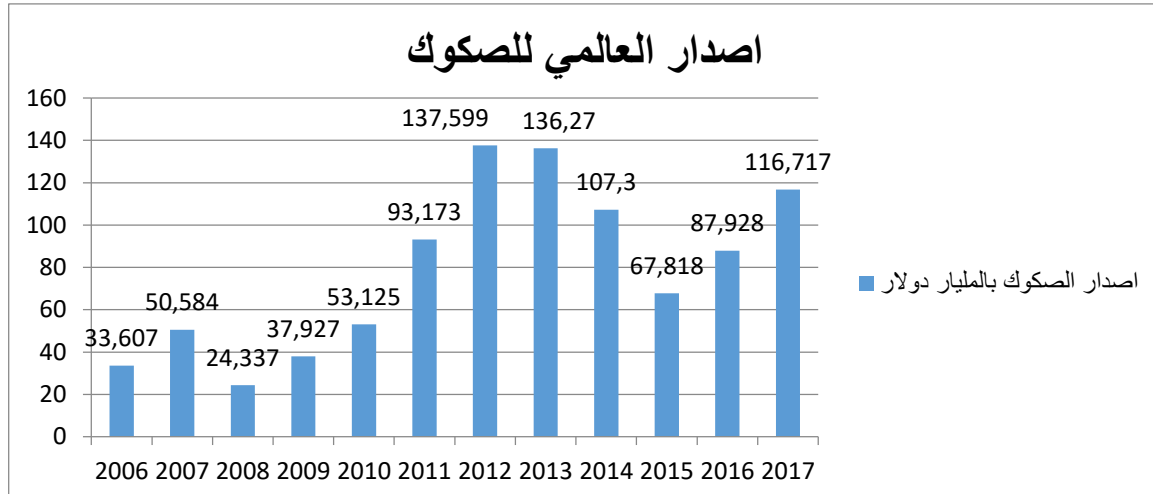
نلاحظ من الشكل الأول أن سوق رأس المال الماليزي بشكل عام كان يعرف نموا متصاعدا منذ التراجع المسجل نتيجة الأزمة المالية العالمية، أي منذ حوالي عشر سنوات إلى غاية سنة 2017، ولكن في سنة 2018 عرفت هذه السوق نوع من التراجع الناتج عن ضغط الحرب التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين وتأثيراتها السلبية خصوصا على منطقة جنوب شرق آسيا باعتبار أن الصين القاطرة الرئيسية للمنطقة، ولكن ذلك الضغط بدأ يخف مع بداية سنة 2019 وهو ما يبعث على التفاؤل لدى المستثمرين لضخ المزيد من الأموال في مختلف المشاريع الاستثمارية.

لاكن ما يهمنا في الموضوع هو استمرار سيطرة الرسمة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية على السوق المالي الماليزي، وهو الأمر الذي يؤكد الجدول السابق المتضمن مقارنة بين عدد الأسهم الاجمالية المدرجة في بورصة ماليزيا وعدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية ونسبة هذه الأخيرة، حيث يتضح أن نسبة الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية لا تقل عن 75 % في السنوات الأربع محل الدراسة، وهو الأمر الذي يتطابق مع الدراسات السابقة. وعلى العموم يمكن القول بأن من أهم أسباب هذا التقوق هو سعي ماليزيا المتواصل للتحويل إلى مركز عالمي للمالية الإسلامية، بالإضافة إلى انتشار التوعية بين الشركات المساهمة في ماليزيا لممارسة أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا في كافة عملياتها، وهذا يؤدي إلى ارتفاع مستوى ثقافة المستثمرين المسلمين للاستثمار.

## 2- إصدار الصكوك في سوق المالية الإسلامية الماليزية:

تربعت ماليزيا على المستوى العالمي على الصف الأول في اصدارات الصكوك، من حيث القيمة أو العدد أو العملة المحلية، مما جعلها قبلة للمستثمرين من مختلف أنحاء العالم، وزاد من أهميتها كمركز للمالية الإسلامية، و يبين الشكل الموالي تطور إصدار العالمي للصكوك:

الشكل رقم (13): تطور الاصدار العالمي للصكوك بين 2006 و2017

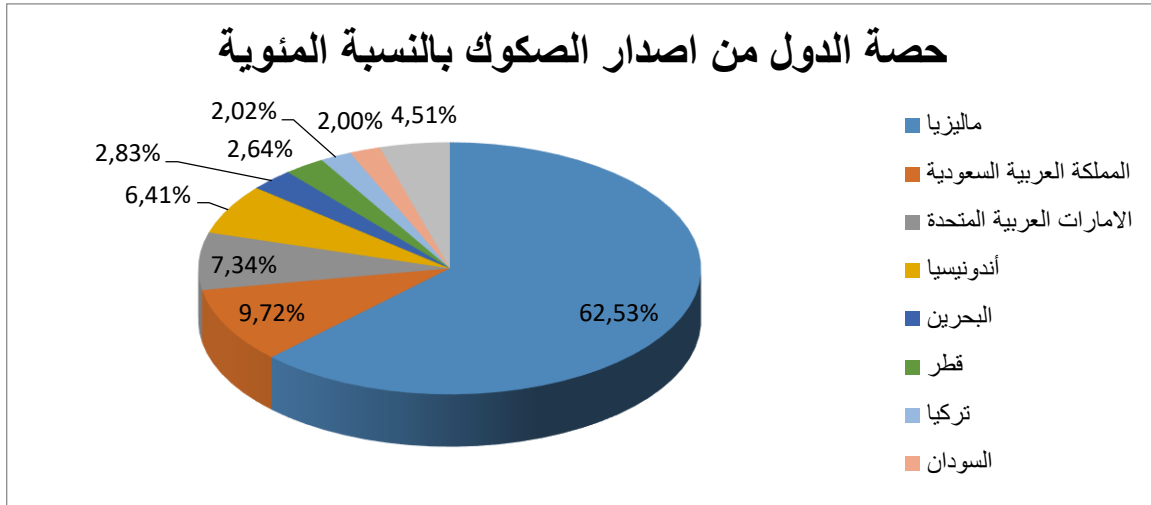


المصدر: IIFM ANNUAL SUKUK REPORT, 7TH EDITION, APRIL 2018, page 21.

من الشكل السابق نلاحظ ارتفاعا مستمرا للإصدار العالمي للصكوك الإسلامية إلى غاية 2012 ، ويرجع النمو الهائل لحجم الإصدار العالمي للصكوك خلال الفترة من 2008 إلى 2012 إلى الانتعاش الذي شهدته الأسواق الرئيسية للصكوك بعد الأزمة المالية 2008 في كل من ماليزيا والمملكة العربية السعودية ودولة الإمارات العربية المتحدة وكذلك تركيا و إندونيسيا، فهذه المنطقة تشهد تحولات كبيرة تتطلب المزيد من الإنفاق على البنية التحتية ومشاريع البناء والاعمار فكانت الصكوك الإسلامية الأنسب لذلك. وحققت إصدارات الصكوك الماليزية أعلى قيمة لها في 2012 بواقع 97.1 مليار دولار، وترجع أسباب هذا الارتفاع إلى تركيز ماليزيا على تمويل مشاريع تطوير البنية التحتية، وقد استثمرت تلك الأموال في تعزيز العديد من المشاريع واسعة النطاق، وذلك في إطار برنامج التحول الاقتصادي الوطني الذي يهدف إلى تحويل ماليزيا إلى دولة ذات الدخل المرتفع بحلول 2020، زيادة على سعيها للوصول بالأصول المصرفية الإسلامية إلى 40 % من إجمالي الصناعة المالية بحلول 2020. وبداية من سنة 2013 بدأت الإصدارات تشهد انخفاضا وصولا إلى سنة 2015 أين عرفت تراجعا كبيرا مقارنة بالسنوات السابقة بقرار من البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" لتخفيض إصدار الصكوك والتحول إلى أدوات أخرى لإدارة السيولة لأن الصكوك الصادرة عن مصرف ماليزيا المركزي لم تصل إلى المستثمرين المقصودين، فقد توجه عدد كبير من المستثمرين إلى الإكتتاب في هذه الصكوك بدلا من البنوك الإسلامية الماليزية التي يستهدفها البنك بشكل خاص لغرض إدارة السيولة، و لذلك قرر استخدام أدوات مالية أخرى يقتصر استخدامها على البنوك الإسلامية.

وقد حافظت ماليزيا على الصدارة من حيث حجم الإصدار وبالتالي يمكن اعتبارها أكبر دولة مصدرة للصكوك في العالم، وهو ما يمكن توضيحه في التوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك حول العالم.

## الشكل رقم (14): التوزيع الجغرافي لإصدار الصكوك حول العالم من 2001 إلى غاية 2017



المصدر: IIFM ANNUAL SUKUK REPORT, 7TH EDITION, APRIL 2018, page 57-58.

- يلاحظ من خلال نسبة الإصدار لبعض الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية من حيث إجمالي الإصدارات في الفترة 2001 إلى غاية 2017، أن ماليزيا حافظت على تصدرها لإصدار هذه الصكوك بنسبة 62.53% من المجموع الكلي خلال 16 سنة، ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها<sup>1</sup>:
- سن ماليزيا قوانين تسمح بوجود هيئة شرعية عليا تتبع البنك المركزي الماليزي مهمتها مراقبة ضوابط العمل بهذه الأدوات المالية الإسلامية.
  - وجود سوق مالي إسلامي للتداول مع نظام إعفاءات ضريبية جعل من البورصة وجهة مفضلة لإصدار والاكتتاب في هذه الصكوك.
  - قيام ماليزيا في سنة 2007 بتحرير سوق الصكوك بما يسمح بتداولها من مختلف أنحاء العالم وفي أي نوع من العملات، بالإضافة إلى اهتمامها بأن تكون مركز تجميع السيولة عالميا.
- من جهة أخرى، فقد أدى انخفاض أسعار النفط في سنة 2016 إلى حث دول مجلس التعاون الخليجي وماليزيا باتجاه خفض إنفاقها الاستثماري، وأدى انخفاض أسعار النفط أيضا إلى خفض الودائع وبالتالي السيولة لدى البنوك (بما في ذلك البنوك الإسلامية)، إذ تعد الحكومات والكيانات التابعة لها من بين أكبر المودعين في بعض الأسواق الرئيسية، بحصة تبلغ ما بين 15% إلى 40% في بنوك دول مجلس التعاون الخليجي، مما أدى إلى إضعاف سوق الصكوك العالمي.
- كخلاصة، تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير في السنوات الأخيرة وبذلك أضفى عليها بلا ريب بأن تكون مركزا للمالية الإسلامية في العالم، وإنشائها لقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم إصدار وتداول للأدوات المالية الإسلامية فيها، كان له دور في تنشيط وزيادة إجمالي إصدارات وتداول الصكوك في السوق المالية الماليزية.

<sup>1</sup> بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، ص 09.

**المطلب الثالث: دراسة تطبيقية لفرص التنوع المحلي بالسوق المالي الماليزي**

يهدف هذا المطلب إلى إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات التطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة الأسواق المالية الإسلامية مع توضيح الشروط التي تؤدي إلى كفاءتها، وإمكانية تكاملها مع نظيرتها التقليدية، كما تهدف هذه الدراسة إلى الخروج بنتائج تساعد على فهم الأسواق المالية في ماليزيا والتعرف على فرص التنوع المحلي المتاحة لتشكيل المحافظ الاستثمارية.

**الفرع الأول: عينة ومنهجية الدراسة**

قبل البدء في إجراء الاختبارات الخاصة بالصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة الأسواق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية ومدى تكاملهما وتحليل نتائجها على ضوء ذلك، فإنه يجب التذكير بالمنهجية الإحصائية المتبعة ومصادر بياناتها ونطاقها الزمني، مع تبيان النماذج القياسية الداعمة للاختبارات وفرضياتها الأساسية، والأدوات الإحصائية المستخدمة في التثبت من صحتها.

**1- عينة الدراسة، مصادر البيانات و نطاقها الزمني :**

تتمثل عينة الدراسة في ثلاث مؤشرات معتمدة في بورصة كوالالمبور بماليزيا، الأول يتمثل في مؤشر التقليدي (The FTSE Kuala Lumpur composite Index ( KLCI ) ، بالإضافة إلى المؤشرين الإسلاميين: The FTSE EMAS Shariah index و The FTSE HIJRA Shariah Index ، وتتألف البيانات من السلاسل الزمنية للأسعار اليومية في نطاق زمني يمد من 2017-01-03 إلى غاية 2018-12-14 التي تم الحصول عليها من موقع: [www.investing.com](http://www.investing.com). برغم من أن بعض الدراسات تعتمد على العوائد لأسباب نظرية وتجريبية، فللعوائد خصائص إحصائية أكثر جاذبية من الأسعار مثل الثبات والراحة. على وجه الخصوص، غالبًا ما تستخدم نماذج التوازن العام الديناميكية أسعارًا غير ثابتة ، ولكن عوائد ثابتة.<sup>1</sup>

حيث أن حالة عدم تكرار (ضعف) التداول تمثل أحد خصائص الأسواق الناشئة، ولأن هذه الحالة يمكن أن تؤدي إلى نتائج متحيزة وغير دقيقة لاختبارات الكفاءة ، فقد تم تطبيق المنهجية المقدمة من قبل ميلر للتعامل مع هذه الحالة وبالتالي إزالة اثر عدم تكرار التداول. وبين ميلر وزملاءه (1994) أن تقدير نموذج انحدار ذاتي (AR(1) يكافئ الحصول على تعديل عدم تكرار (ضعف) التداول، حيث تؤخذ البواقي Residuals من النموذج وتستخدم في حساب العوائد المعدلة، بحيث يتم الحصول على البواقي من نموذج الانحدار التالي:<sup>2</sup>

$$R_t = \alpha_0 + \alpha_1 R_{t-1} + \epsilon_t$$

وباستخدام البواقي من المعادلة السابقة نحصل على العوائد المعدلة كما في المعادلة الآتية:

$$R_t \text{ Adj} = \epsilon_t / (1 - \alpha_1)$$

<sup>1</sup> Campbell John, the econometrics of financial markets, Princeton University Press, 1997, page 09.

<sup>2</sup> مروان جمعة درويش، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث و الدراسات، العدد 23، 2011، ص 95.

حيث أن:

$Rt Adj$  : العوائد المعدلة لأثر ضعف التداول في الزمن  $t$ .

## 2 - منهجية الدراسة:

تعتمد تقنيات التوقع بالظواهر الاقتصادية على السلاسل الزمنية للبيانات في عملية بناء النماذج المستوعبة لمكونات الأسواق المالية، وبخاصة الظواهر السعرية. وقد ارتبطت هذه الأخيرة بمنهجية تحليل السلاسل الزمنية للعوائد ومؤشرات الأسعار برابطة وثيقة، حيث شكلت الاتجاهات العشوائية لأسعار الأصول المالية مدخلا لرصد إمكانيات التوقع بالعوائد واختبار لصحة الصيغة الضعيفة لفرضية الأسواق الكفوة و قياس درجة تكاملها.

وللوقوف على الواقع العملي لتكامل المؤشرات والأسواق المالية، يتم اللجوء لدراسة العلاقات الارتباط والسببية بين أسواق رأس المال من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة بتطبيق تحليل التكامل المشترك واختبار السببية، ويتضمن ذلك الخطوات التالية:

### 2-1 اختبار كفاءة المؤشرات محل الدراسة عند مستوى ضعيف باختبار الاستقرار:

من أجل اختبار كفاءة المؤشرات محل الدراسة عند المستوى الضعيف استخدمت هذه الدراسة اختبار جذر الوحدة (الاستقرارية) للتأكد من الحركة العشوائية للتغيرات في أسعار الأسهم. ويعد اختبار جذر الوحدة من الأساليب المعتمدة في اختبار كفاءة السوق المالية بحسب المستوى الضعيف الذي استخدمه أوميت سنة<sup>1</sup> 1989.

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنبنا لظاهرة الانحراف الزائف (spurious regression) الذي يعني أن وجود اتجاه عام (trend) في السلاسل الزمنية للمتغيرات قد يؤدي إلى وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات حتى لو كان الاتجاه العام هو الشيء الوحيد المشترك بينهما، ومن بين أهم الأساليب المستعملة هي اختبار لديكي فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> سليمان الموصلي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 29 - العدد الثاني، 2013، ص 161.

<sup>2</sup> عبد الغني دادن، راضية كروش، دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا. المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015، ص 52.



## أ- اختبار Augmented Dickey-Fuller:

من أجل اختبار سكون السلاسل الزمنية Stationary تم استخدام اختبار ديكي فلر المطور واختصاره ADF المقترح من قبل (Engle and Granger (1987) والذي يعتمد على ثلاث نماذج:

$$\begin{aligned} 1- \text{ نموذج بدون وجود ثابت ولا اتجاه عام: } & R_t = \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t \\ 2- \text{ نموذج بوجود ثابت وبدون اتجاه عام: } & R_t = u + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t \\ 3- \text{ نموذج بوجود ثابت واتجاه عام: } & R_t = u + \beta(t-T) + \alpha R_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

حيث أن :

$R_{t-1}$  ,  $R_t$ : العوائد في اليوم  $t$  وفي اليوم السابق  $t-1$ .

$u$ : ثابت معادلة الانحدار الذاتي.

$\alpha$ : معامل معادلة الانحدار الذاتي.

$T$ : العدد الكلي للملاحظات.

$\varepsilon_t$ : الخطأ العشوائي.

ويعتمد اختبار ديكي فولر المطور ADF على إحصائية  $t$  لمعامل معادلة الانحدار الذاتي من أجل اختبار الفرضية التالية:

$$H_0 : \alpha < 0 \text{ (سلسلة العوائد تحتوي على جذر وحدة)}$$

$$H_1 : \alpha = 0 \text{ (سلسلة العوائد مستقرة)}$$

وفي حال تم رفض الفرضية الصفرية فإن سلسلة العوائد ستكون مستقرة وذلك يعني أن السلاسل الزمنية لا تسير بشكل عشوائي أي أن السوق غير كفؤ على المستوى الضعيف.

## ب- اختبار Phillips-Perron:

اقترح فليبس و بيرون نمودجا بديلا لاختبار جذر الوحدة يقوم على تجنب إضافة الفروق المتباطئة للمتغير التابع (مؤشر السعر) في نماذج الانحدار الذاتي القاعدية، مع ادخال تصحيح غير معلمي non paramétrique لتباين مقدرات النموذج كخطوة لاحتواء مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي:

(1) تقدير معاملات النماذج الثلاثة لاختبار ديكي فولر.

(2) حساب التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقي).

(3) حساب المعامل التصحيحي un facteur correctif، أو ما يسمى بالتباين طويل الأجل.

(4) حساب إحصائية فليبس و بيرون.

و بعد حساب إحصائية pp يتم مقارنتها بالقيمة الحرجة ، بحث تقبل فرضية عدم الاستقرار ( $H_0$ )

التي تشير إلى وجود جذر وحدة متى كانت هذه الاحصائية أكبر من القيمة الحرجة.

**2-2 اختبار التكامل المشترك طويل الأمد:**

من خلال استخدام اختبار جوهانسن للتحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية المستقرة عند الدرجة، ويتم ذلك عن طريق إجراء اختبارين، الأول لاختبار فرضية أن هناك على الأكثر  $q$  شعاع للتكامل المشترك مقابل النموذج العام الغير مقيد  $r=q$  ويتم حساب إحصائية هذا الاختبار وفق العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\lambda_{trace} = -T \sum_{i=r+1}^n (1 - \hat{\lambda}_i)$$

$T$ : حجم العينة  $R$ : عدد أشعة التكامل المشترك  
 $\lambda$ : أصغر قيمة للأشعة الذاتية  $p-r$

حيث يتم اختيار فرضية العدم أن عدد متجهات التكامل المشترك  $r \geq$  مقابل الفرضية البديلة أن عدد متجهات التكامل المشترك  $r =$  (حيث  $r = 0, 1, 2$ ).

أما الاختبار الثاني فهو اختبار القيمة الذاتية العظمى و يتم هذه الإحصائية وفق العلاقة التالية:

$$\lambda_{max} = -(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

حيث يتم اختيار فرضية العدم أن عدد أشعة التكامل المشترك  $r =$  مقابل فرضية العدم أن عدد أشعة التكامل المشترك  $r+1 =$ .

**2-3 اختبار التكامل المشترك قصير الأمد:**

يستخدم اختبار جرانجر Granger للسببية في معظم الدراسات المتعلقة بالسلاسل الزمنية لتحديد العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية، إذ أن التغير في القيم الحالية والماضية لمتغير ما يسبب التغير في قيم متغير آخر. مع العلم أن اختبار سببية جرانجر يعتمد أساسا على تقدير النموذج التالي:

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 y_{t-2} + \dots + \beta_k y_{t-k} + \alpha_1 x_{t-1} + \alpha_2 x_{t-2} + \dots + \alpha_q x_{t-q} + u_t$$

يعتمد الاختبار على الفرضيتين العدميتين وهذا باستعمال إحصائية فيشر بحيث، إذا لم يتم رفض أي من الفرضيتين فإن المتغيرين المدروسين مستقلين عن بعضهما، أما إذا تم رفض كلا فرضيتين، فإن هناك علاقة سببية تبادلية بين المتغيرين المدروسين، في حين إذا تم قبول إحدى الفرضيتين و رفض الأخرى، فإن العلاقة السببية تكون في اتجاه واحد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Piumsombun, Klongpaw, assessing ASEAN capital market intergration, Master of Science in Economics and Business Administration, Copenhagen Business School, 2013, p 51.

<sup>2</sup> بلحاج فتيحة، بركنو قوسام، ارتباط الأسواق المالية العالمية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة : تحليل قياسي وفقا لأداء مؤشرات SSEC ، CAC40 ، SP500 خلال الفترة 1998 - 2015، مجلة الاقتصاد و الإحصاء التطبيقي، 2015، ص 262.

## الفرع الثاني: نتائج الدراسة

نقوم في هذا الجزء باستخدام النماذج التطبيقية، التي تم التطرق إليها سابقا في هذا البحث، في الواقع العملي لدراسة المؤشرات محل الدراسة باعتماد على برنامج EViews 10 للخروج بنتائج و ثم تحليلها و تفسيرها لغرض اختبار فرضيات الدراسة.

## 1- الخصائص الإحصائية الوصفية:

الجدول رقم (04): الخصائص الإحصائية الوصفية للمؤشرات المدروسة.

مؤشر EMAS	مؤشر HIJRAH	مؤشر KLCI	
12732.60	14115.44	1764.581	المتوسط
12806.50	14078.00	1764.095	الوسيط
13807.00	15288.00	1895.180	القيمة العظمى
11348.00	12852.00	1635.530	القيمة الصغرى
47.58805	50.16547	55.50766	الانحراف المعياري
-0.470939	0.066960	0.168495	معامل الالتواء Skewness
3.302809	2.975373	2.412859	معامل التفلطح Kurtosis
19.41342	0.367730	9.089550	إحصائية Jarque-Bera
0.000061	0.832048	0.010623	الإحتمال
476	476	476	عدد المشاهدات

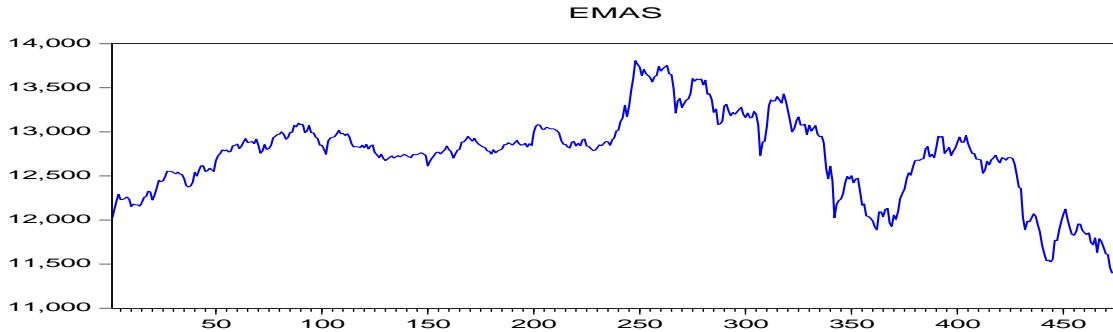
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 10.

يبين الجدول رقم (04) ملخص الخصائص الإحصائية الوصفية لسلاسل أسعار المؤشر التقليدي The FTSE KLCI، بالإضافة إلى المؤشرين الإسلاميين: The FTSE EMAS Shariah index و The FTSE HIJRA Shariah Index لأسهم الشركات المدرجة في Bursa Malaysia، حيث تتكون سلسلة EMAS من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية بوسط حسابي قيمته 12732.60 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 12806.50 ( التي تعني أن 50 % من أسعار المؤشر كانت فوق هذه القيمة خلال مدة الدراسة) وانحراف معياري قدره 47.58805، بينما تتكون سلسلة Higran من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية بوسط حسابي قيمته 14115.44 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 14078.00 وانحراف معياري قدره 50.16547، وأخيرا سلسلة KLCI من 476 مشاهدة خلال بيانات يومية أيضا بوسط حسابي قيمته 1764.581 وينصف هذه السلسلة وسيط قيمته 1764.095 وانحراف معياري قدره 55.50766، وبالتالي المؤشر التقليدي يتميز بارتفاع المخاطر مقارنة بالمؤشرات الإسلامية. كما يمكن البرهنة على السلوك العشوائي للمؤشرات من خلال دراسة التوزيع الطبيعي للسلسلة، لاسيما وبالاستعانة بمعاملَي الالتواء والتفلطح. ففي حالة التوزيع الطبيعي تكون قيمة معامل التفلطح مساوية لـ (K = 3) ،

أما إذا كان المعامل يفوق أو يقل عن هذه القيمة، فإن توزيع العوائد لا يتبع قانون التوزيع الطبيعي تماما. وموازاة مع ذلك، تكون خاصية التوزيع الطبيعي للعوائد محققة عندما يكون معامل الالتواء Skewness مساويا للصفر ( $S = 0$ )، ما يعني تماثل شكل التوزيع بينما تشير القيمة السالبة للمعامل إلى أن العوائد توزيعا بذييل طويل ملتوي ناحية اليسار، حيث تتمركز أغلبية قيم العوائد على يسار التوزيع. أما القيمة الموجبة فتبين توزيع له ذيل طويل جهة اليمين. وهي الحالة التي تكون فيها أغلبية قيم العوائد متمركزة على يمين التوزيع. وبالرجوع لمعطيات نفس الجدول نلاحظ أن قيم معاملي الالتواء والتقاطح لا تختلفان كثيرا عن القيم المعيارية (0) و (3) على التوالي، ومن هنا يتبين أن سلاسل أسعار المؤشرات المدروسة تتبع قانون التوزيع الطبيعي، والذي بدور يؤكد على إتباع هذه الأخير للسلوك العشوائي.

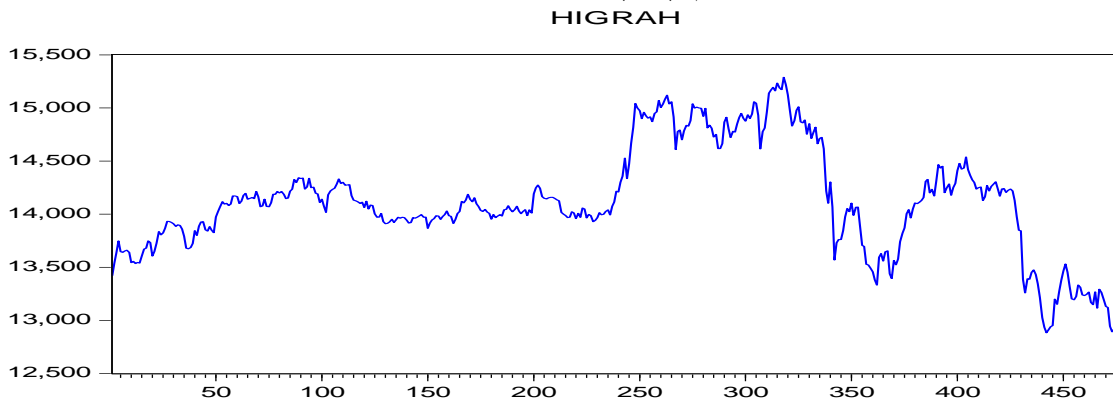
فيما تمثل الأشكال البيانية رقم (15، 16، 17) تطور تلك المؤشرات خلال فترة الدراسة، حيث يظهر من خلال المعطيات أن الأسعار اليومية كانت في البداية مستقرة وتتخذ شكل تصاعدي، لاكن في فترة الأخيرة شهدت تذبذب بدرجات متفاوتة لكل مؤشر، مما يدل على ارتفاع المخاطر مقابل ارتفاع العوائد وهو الأمر الذي يميز البورصات الناشئة بما فيها بورصة ماليزيا، كما يلاحظ بقوة وجود توافق وتناغم بين حركة المؤشرات الثلاثة، ويمكن تفسير ذلك بطريقة تفاعل هذه المؤشرات مع المتغيرات الداخلية والخارجية .

#### الشكل رقم (15): تطور مؤشر EMAS



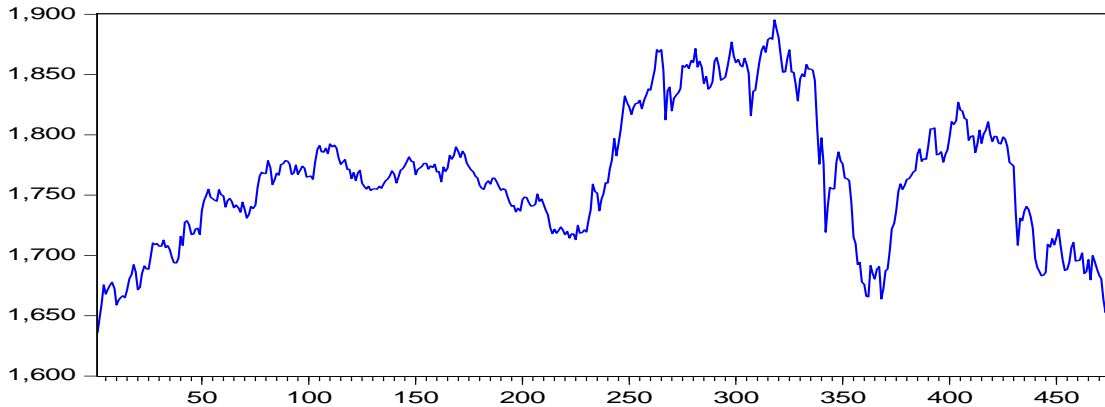
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 10.

#### الشكل رقم (16): تطور مؤشر HIJRAH



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 10.

الشكل رقم (17): تطور مؤشر KLCI.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 10.

## 2 - نتائج اختبار الاتجاهات العشوائية والتكاملية:

نحاول في هذا الجزء اكتشاف الحركة المشتركة بين المؤشرات المدروسة على المدى البعيد باستخدام نموذج جوهنسن للتكامل المشترك، ومن المتطلبات الأساسية لإجراء هذا الاختبار أن تكون السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسعار اليومية غير مستقرة في مستوياتها و متكاملة من نفس الدرجة، ولتأكد من ذلك يتم الاستعانة باختبارات جذر الوحدة لكل من ADF و PP. فمن أجل دراسة السلوك العشوائي لمؤشر EMAS ، فإننا نقوم بتحديد فترة الابطاء (lag maximum) بالاعتماد على إحصائية schwarz (في هذه الحالة فترة الابطاء تساوي 2)، بعد ذلك نقوم بإختبار جذر الوحدة من خلال:

(1) إختبار الاستقرار عند المستوى: بعد قبول النموذج بثابت واتجاه حسب قاعدة دولدادو عند مستوى معنوية 5%، نقوم بمقارنة الاحصائية t مع القيم الحرجة عند المستويات الثلاث ، حيث نلاحظ أن تلك الاحصائية أكبر من جميع القيم الحرجة وبالتالي السلسلة غير مستقرة عند المستوى و هي تحتوي على جذر وحدة وتسلك سلوك عشوائي وبالتالي كفاءة المؤشر عند المستوى الضعيف. (أو حكم حسب القيمة الحتمال والتي هي غير معنوية عند مستوى معنوية 10%).

(2) اختبار الاستقرار عند الفرق الأول: في هذه الحالة نخفض فترة الابطاء بدرجة واحدة، وبعد قبول نموذج بثابت والاتجاه، فإننا نلاحظ بأن الاحصائية t أصغر من جميع القيم الحرجة، وبالتالي نرفض فرضية العدم عند مستوى معنوية 1% أي أن السلسلة مؤشر EMAS تستقر عند الفرق الأول.

وهي الخطوات التي تنطبق على باقي المؤشرات بالنسبة لاختباري ديكي فولر الموسع وفيلبس بيرون، ماعدا فترة الابطاء لا يتم احتسابها في اختبار فيلبس بيرون.

الجدول رقم(05): نتائج اختبار ADF

الاختبار عند الفرق الأول			الاختبار عند المستوى				EMAS	مع ثابت واتجاه	
النتيجة	القيم الحرجة		T الاحصائية	النتيجة	القيم الحرجة				T الاحصائية
	القيمة	مستوى المعنوية			القيمة	مستوى المعنوية			
مستقرة	-3.977536 -3.419330 -3.132248	%1 %5 %10	-19.43913	غير مستقرة	-3.977495 -3.419310 -3.132236	%1 %5 %10	-1.411884		
/	/	/	عدم معنوية النموذج	غير مستقرة	-3.977495 -3.419310 -3.132236	%1 %5 %10	-1.361404		
مستقرة	-3.977536 -3.419330 -3.132248	%1 %5 %10	-20.45948	/	/	/	عدم معنوية النموذج	KLCI	
/	/	/	/	/	/	/	/	EMAS	
/	/	/	عدم معنوية النموذج	/	/	/	/	HIJRAH	
/	/	/	/	غير مستقرة	-3.443892 -2.867405 -2.569956	%1 %5 %10	-2.162134	KLCI	
/	/	/	/	/	/	/	/	EMAS	
مستقرة	-2.569850 -1.941493 -1.616251	%1 %5 %10	-20.19222	/	/	/	/	HIJRAH	
/	/	/	/	/	/	/	/	KLCI	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

الجدول رقم(06): نتائج اختبار PP

الاختبار عند الفرق الأول		الاختبار عند المستوى			
النتيجة	الاحصائية T	النتيجة	الاحصائية T		
مستقرة	-19.47031	غير مستقرة	-1.565873	EMAS	مع ثابت و اتجاه
مستقرة	-20.24366	غير مستقرة	-1.436538	HIJRAH	
مستقرة	-20.44875	غير مستقرة	-1.892998	KLCI	
/	/	/	/	EMAS	مع ثابت
/	/	/	/	HIJRAH	
/	/	/	/	KLCI	
/	/	/	/	EMAS	بدون ثابت و اتجاه
/	/	/	/	HIJRAH	
/	/	/	/	KLCI	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

يوضح الجدولين (05) و (06) نتائج اختبائي ديكي فولر المطور و فيليبس-بيرون لاستقرار السلاسل الزمنية في المستوى وعند الفرق الأول مع وجود ثابت ومتجه زمني، مع وجود ثابت وبدون ثابت ومتجه زمني، حيث أظهرت النتائج التجميعية أن جميع المؤشرات غير مستقرة في المستوى، كما أظهرت النتائج أن جميع المؤشرات تستقر عند الفرق الأول أي هي متكاملة من نفس الدرجة  $I(1)$ ، وبالتالي قبول الفرضية العدمية بوجود جذر الوحدة بالتالي كفاءة المؤشرات عند مستوى ضعيف، الأمر الذي يعني أن الصدمات على المؤشرات المدروسة لها طابع الاستمرارية وعدم قابليتها للتنبؤ، إلا أنها تفقد هذه الخاصية بمجرد أخذ الفروق الأولى.



## 3- إختبار التكامل المشترك على المدى البعيد:

يظهر الجدول رقم: 07 نتائج اختبار جوهنسن للتكامل المشترك على المدى البعيد، حيث يتبين من خلاله أن إحصائتي الأثر و القيمة الذاتية العظمى أقل من القيمة الحرجة في النماذج الثلاث المختارة وبالتالي قبول الفرضية الصفرية والتي مفادها عدم وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية على المدى البعيد بالنسبة للمؤشرات الثلاثة محل دراسة.

الجدول رقم(07): نتائج اختبار جوهنسن

النموذج 04				النموذج 03				النموذج 02				
القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة	احصائية الأثر	القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة	احصائية الأثر	القيمة الحرجة	القيمة الذاتية العظمى	القيمة الحرجة	احصائية الأثر	
25.82321	17.08103	42.91525	29.26567	21.13162	16.98418	29.79707	25.02595	22.29962	17.01516	35.19275	26.07914	$\bar{\pi}_0$
19.38704	7.942782	25.87211	12.18464	14.26460	4.351605	15.49471	8.041770	15.89210	5.258378	20.26184	9.063975	$\bar{\pi}_1$
12.51798	4.241854	12.51798	4.241854	3.841466	3.690164	3.841466	3.690164	9.164546	3.805597	9.164546	3.805597	$\bar{\pi}_2$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 EViews.

## 4- اختبار التكامل المشترك على المدى القصير:

يظهر الجدول رقم: (08) نتائج اختبار سببية غرونجر الذي يدرس إمكانية وجود تأثير لكل مؤشر على مؤشر آخر، حيث يتبين من خلال هذا الجدول أن جميع العلاقات السببية المقدرة بين كل زوج من المؤشرات المدروسة معنوية عند مستوى أقل من 5% و بالتالي رفض الفرضية الصفرية و قبول بوجود علاقة سببية لجميع الحالات.

## الجدول رقم(08): نتائج اختبار سببية غرونجر

النتيجة	القيمة الاحتمالية	الفرضيات الصفرية
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0487	HIJRAH does not Granger Cause EMAS
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0217	EMAS does not Granger Cause HIJRAH
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0099	KLCI does not Granger Cause EMAS
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0023	EMAS does not Granger Cause KLCI
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0005	KLCI does not Granger Cause HIJRAH
رفض الفرضية الصفرية (بمعنى قبول العلاقة السببية)	0.0053	HIJRAH does not Granger Cause KLCI

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

كخلاصة، يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية جزء رئيسي من منظومة الاقتصاد الإسلامي ، حيث أن وجود سوق مالية إسلامية منظمة هو أمر ضروري لدعم المصارف الإسلامية وتطويرها، خاصة مع توافر مقومات إقامتها لدى البلاد الإسلامية ، ويتطلب هذا الأمر زيادة المعارف من الأدوات المالية الإسلامية. وبعد تسليط الضوء على حالة ماليزيا باعتبارها دولة رائدة في مجال التمويل الإسلامي عن طريق اختبار الكفاءة السوق عند مستوى ضعيف ومحاولة اكتشاف الاتجاهات التكاملية بين تلك الأسواق مع نظيرتها التقليدية عن طريق استخدام النماذج الاحصائية المعروفة في هذا المجال، تبين أن جميع المؤشرات المدروسة في بورصة ماليزيا تتمتع بالكفاءة عند مستوى ضعيف، وبالتركيز على نتيجة المؤشرات الإسلامية، فإن إنشاء سوق مالية إسلامية تتصف بالمصداقية الشرعية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية والضوابط بما يحقق لها الكفاءة، كما أظهرت اختبارات التكامل المشترك لجوهنسن عدم وجود علاقة تكاملية مشتركة على المدى الطويل بالنسبة للمؤشرات محل الدراسة، و لهذه النتيجة تأثير مهم على قرارات التنويع الاستثماري على المدى الطويل، وعلى العكس من اختبار التكامل

المشترك طويل الأجل، فقد تبين من نتائج اختبار غرانجر وجود روابط سببية سواء بين المؤشرات الإسلامية فيما بينها أو مع المؤشرات التقليدية، و هو أمر يشير إلى التأثير المتبادل بين المؤشرات. بناء على هذه النتائج، يمكن قول بأن الفرضية التي تفيد بعدم إمكانية تحقيق عوائد استثنائية في الأسواق المالية الإسلامية كونها تتصف بالكفاءة صحيحة، أما فيما يخص الفرضية الثانية التي مفادها عدم وجود تكامل بين الأسواق المالية الإسلامية ونظيرتها التقليدية وبالتالي يمكن الاستفادة من ذلك في التنويع الاستثماري المحلي، فيمكن القبول بها على المدى البعيد ورفضها على المدى القصير.

### المبحث الثاني: التنويع الدولي للمحافظ الاستثمارية في الأسواق المالية العربية

تأثرت أسواق رأس المال والأسواق المالية العالمية تأثراً واضحاً بالعولمة وبالتكامل السريع اللذين تميزت بهما الأسواق العالمية في الآونة الأخيرة. كما كانت هاتان الظاهرتان هما قوة الدفع لعملية التغيير التي شهدتها تلك الأسواق، فباتساع نطاق العوالم اندفعت كبريات المؤسسات الاستثمارية باتجاه استثمارات المحافظ والمشاركة في رأس المال سواء على المستوى القاري أو المستوى العالمي. وقد بادرت الأسواق المالية وأسواق رأس المال إلى مواكبة هذا التحول العالمي من خلال الانخراط في عملية تغيير متلاحق بهدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدها العوالم.<sup>1</sup>

فقد ساهمت ظاهرة العوالم المالية من خلال آلياتها المختلفة في جعل العالم قرية واحدة بفضل التطور الهائل الذي عرفته تكنولوجيا المعلومات والاتصال التي قلصت من وقت وتكاليف التعامل وكذا إجراء مختلف الصفقات والعمليات وخاصة في الأسواق المالية. ورغم أن العوالم المالية أخذت مساراً يتسم بالكثير من التذبذب والاضطرابات عبر تطورها التاريخي، غير أن أغلب المنظمات الدولية حرصوا على تشجيع البلدان على الانفتاح على رأس المال الأجنبي والاندماج في المنظومة المالية الدولية، وهو ما جعل لزاماً على هذه البلدان وضع وتبني كل الآليات التي قد تساعد في الاستفادة من مزايا هذا التحرر، إلى جانب وضع القواعد التنظيمية والسياسات الوقائية لتفادي الآثار السلبية المحتمل وقوعها.<sup>2</sup>

والدول العربية كغيرها من الدول النامية تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، فرغم الإصلاحات الكبيرة التي قامت بها الدول العربية بالإضافة إلى جهود التعاون والترابط بينها من أجل تطوير سوقها للأوراق المالية، فإنها لا تزال تواجهها تحديات كبيرة، فهناك تحديات مصدرها التطورات التي ترتبط بالأسواق العالمية والتغيرات التقنية وهناك ظروف تتصل بالبلدان العربية وأوضاعها. نحاول في هذا المبحث دراسة واقع الدول العربية في ظل ظاهرة العوالم المالية وقياس درجة التكامل بين أسواقها المالية وفرص الاستفادة من ذلك في تخصيص الموارد والتنويع الدولي في تشكيل المحافظ الاستثمارية.

<sup>1</sup> تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة المقاصة للأسهم والسندات، تقرير دوري، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004، ص 25.

<sup>2</sup> جاب الله عادل رياض، انعكاسات العوالم المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 7، العدد 15، 2011، ص 89.

**المطلب الأول: دور العولمة المالية والتكامل بين الأسواق في تخصيص الموارد**

يعتبر بعض الباحثين أن العولمة تقدم فرصاً لزيادة الكفاءة في تخصيص الموارد في اتجاه مناطق المزايا النسبية، كما تزيد الكفاءة نتيجة لزيادة المنافسة بين الشركات وتشجع على التكنولوجيا والتعلم. كذلك يتوقع تقارب واضح بين الدول نتيجة العولمة. وهناك من يرى أن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الوافدة إلى البلدان النامية يترتب عليها التخفيف من مشكلة التمويل الخارجي، كما أن تكامل الدول النامية مع أسواق المال العالمية يؤدي إلى اتجاه أسعار الفائدة المحلية نحو الانخفاض، الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاستثمار بصفة عامة والاستثمار في الأسواق المالية بصفة خاصة.<sup>1</sup>

**الفرع الأول: ظاهرة العولمة المالية**

بدخول القرن الواحد والعشرين بدأت معالم الخريطة الاقتصادية العالمية الجديدة تتضح شيئاً فشيئاً وهي تتجه نحو تكريس نموذج اقتصادي وحيد في إطار ظاهرة العولمة التي أصبحت تميز النظام العالمي. أما الوجه الآخر والأساسي لهذه الظاهرة فهو العولمة المالية فإن كانت العولمة الاقتصادية والسياسية والثقافية ظاهرة قديمة قدم التجارة الدولية ومتمثلة في تدويل السلع والخدمات والمعلومات والأفكار والقيم، فإن العولمة المالية حديثة النشأة وتتمثل في تدويل مصادر التمويل والسيطرة على الادخار العالمي باستعمال المؤسسات النقدية الدولية، خاصة البنك العالمي وصندوق النقد الدولي، أو باستعمال الإبداعات المالية الحديثة، والتي تسمح أدواتها بالتدخل المباشر في الأسواق المالية العالمية.<sup>2</sup>

**أولاً- مفهوم العولمة:**

إن مفهوم العولمة الذي أصبح متداولاً في السنوات الأخيرة هو مصطلح قياسي يشمل كل مجالات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والسياسية، وقد استعمل الأستاذ إسماعيل صبري ترجمة أخرى بالعربية وهي كلمة "الكوكبة" أو "الكونية" وقد عرفها كما يلي: "المقصود بالكوكبة هو التداخل الواضح لأمر الاقتصاد والاجتماع والسياسة والثقافة والسلوك دون اعتداد يذكر بالحدود السياسية للدول ذات السيادة أو انتماء إلى وطن محدد أو لدولة معينة ودون حاجة إلى إجراءات حكومية". وقد عرفت أيضاً العولمة بـ: "اتجاه الحركة الحضارية نحو سيادة نظام واحد تقوده في الغالب قوة واحدة، أو بعبارة أخرى استقطاب النشاط السياسي والاقتصادي في العالم حول إدارة مركز واحد من مرتكز قوة في العالم".

في هذا الإطار يجب أن تفرق بين ما هو عالمي وما هو عولمي، فالعولمة لا تعني العالمية "Universalism" تماماً، فحسب رأي الجابري أن هذه الأخيرة تمثل طموحاً نحو الارتقاء بالخصوصية إلى مستوى عالمي ومن ثم فهي تفتح العالم على ما هو عالمي، أما العولمة "Globalization" فهي إقصاء لكل ما هو خصوصي وفرض لإرادة الهيمنة. وفي هذا المعنى يشير الجابري إلى أن: "العولمة إرادة للهيمنة، وبالتالي قمع وإقصاء للخصوصية، أما العالمية فهي طموح إلى الارتقاء بالخصوصية إلى

<sup>1</sup> بوراس أحمد، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 01، 2002، ص 30.

<sup>2</sup> جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 03، العدد 07، 2002، ص 184.

مستوى عالمي، العولمة احتواء للعالم، والعالمية تفتح على ما هو عالمي وكوني". وتحديدًا في المجال الثقافي يرى أن "العالمية هي إغناء للهوية الثقافية، أما العولمة فهي اختراق لها وتمييع". ما يهمننا في هذه الدراسة ليس الجانب اللغوي ولاكن الجانب الاصطلاحي وخاصة من الجهة الاقتصادية وقد عرف الأستاذ محمد الأطرش العولمة الاقتصادية كما يلي: "تعني العولمة الاقتصادية كتعريف مثالي اندماج أسواق العالم في حقول انتقال السلع والخدمات والرساميل والقوى العالمية ضمن إطار من حرية الأسواق بحث تصبح الأسواق سوق واحد".<sup>1</sup>

### ثانياً- القواعد الثلاثة للعولمة:

تعتمد العولمة على توفر العناصر الثلاث التالية:<sup>2</sup>

- تراجع الوساطة المالية **Désintermédiation**: وذلك من خلال إقدام المتعاملين الاقتصاديين مباشرة نحو الأسواق المالية، قصد القيام بعمليات الاقتراض والتوظيف. يتميز هذا العنصر بتوجه المقترضين للأسواق المالية مع لجوء أقل للوساطة بغرض الحصول على التمويل عن طريق إصدار أوراق مالية، أو شهادات الإيداع لتلبية احتياجاتها النقدية وهذا ما يلاحظ من خلال أداء البورصة والنمو المتزايد للمستثمرين المؤسساتيين كصناديق المعاشات وشركات الاستثمار، وكذلك تطور المنتجات المالية.
- إلغاء الحواجز الفاصلة بين الحدود **Décloisonnement**: والتي تنص على إلغاء الحواجز بين مختلف الأسواق الوطنية نفسها، حيث يتم إلغاء الحواجز الفاصلة مثلاً بين قسم المعاملات الطويلة الأجل المفتوحة أمام مختلف المتعاملين الاقتصاديين، وقسم المعاملات قصيرة الأجل (السوق النقدية) التي اقتصرت معاملاتها سابقاً على عدد محدود من المتعاملين، وهذا بعد أن ظل النظام المالي مجزء بهذه الطريقة إلى غاية مطلع الثمانينيات، إذ كان كل قسم متخصصاً في نوع محدد من التمويل ويستجيب لحاجات اقتصادية معينة. حالياً لم يعد سوق التمويل قصير الأجل حكراً على البنوك التجارية وأصبحت الأسواق المالية تقدم تمويلات مماثلة، الأمر الذي نتج عنه منافسية غير متكافئة.
- تراجع القيود التنظيمية **Dérèglementation**: يخص تعديل وتكييف أو إلغاء بعض النظم واللوائح المعمول بها للاستجابة لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي كالتخفيف المفروضة على معدلات الفائدة، الرقابة على الصرف وفقاً لمتطلبات تطور الاقتصاد الرأسمالي، وهي خاصية ميزت تطور الرأسمالية في نهاية القرن العشرين.

### ثالثاً- مزايا العولمة المالية:

من المرجح أن تكون منافع العولمة المالية مهمة في ثلاث مجالات رئيسية هي: تنمية القطاع المالي، ونوعية المؤسسات، والسياسات الاقتصادية الكلية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> بلوج بولعيد، العولمة المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية، مجلة الإقتصاد والمجتمع، العدد 4، 2006، ص 138.  
<sup>2</sup> صديقي مليكة وبكرواح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016، ص 36.  
<sup>3</sup> عقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الواقع والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013، ص 56.

1. **تنمية القطاع المالي:** أثبتت العديد من الدراسات أن التدفقات المالية الدولية تعمل كعامل محفز مهم لتنمية السوق المالية المحلية، وفي المفاهيم الأوسع لتنمية الأسواق المالية، بما في ذلك الإشراف والتنظيم. كما أنه كلما اتسع نطاق وجود البنوك الأجنبية في بلد ما، تحسنت نوعية الخدمات المالية وازدادت كفاءة الوساطة المالية. وفيما يتعلق بأسواق رأس المال، فإن زيادة دخول المستثمرين الأجانب يزيد من كفاءتها. والواقع أن أسواق الأوراق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر وأكثر سيولة بعد عملية تحريرها، وتعد تنمية القطاع المالي محددًا مهمًا لمدى المنافع التي يمكن للعولمة المالية أن تأتي بها بالنسبة للنمو والاستقرار، فكلما زاد تطور القطاع المالي في بلد ما زادت منافع تدفقات رأس المال الوافدة بالنسبة للنمو وقل تعرض البلد لمخاطر الأزمات، كما أن لتنمية القطاع المالي تأثيرًا إيجابيًا على الاستقرار الاقتصادي الكلي.

2. **تحسين نوعية المؤسسات:** دفعت العولمة المالية عددا من البلدان إلى تصحيح هيكل حوكمة الشركات فيها، استجابة للمنافسة الأجنبية ومطالب المستثمرين الدوليين، ويبدو أن نوعية المؤسسات تلعب دورا مهما ليس فقط في تحديد نتائج التكامل المالي وإنما أيضا في تحديد المستوى الفعلي للتكامل، كما أنها تؤثر في تكوين التدفقات الواردة للاقتصاديات النامية، وتساعد نوعية المؤسسات في إمالة هيكل رأس المال في البلد نحو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ورأس مال المحافظ مما يؤدي إلى تحقيق المزيد من المنافع للتكامل المالي.

3. **تقوية السياسات الاقتصادية الكلية:** يمكن لتحرير حساب رأس المال أن يفرض، بزيادته للتكاليف المحتملة المرتبطة بالسياسات السيئة وتعزيز المنافع المرتبطة بالسياسات الجيدة، الانضباط على السياسات الاقتصادية الكلية. حيث أن تحرير حساب رأس المال يجعل البلد أكثر تعرضا لمخاطر التحولات المفاجئة في مشاعر المستثمرين الدوليين، وهو ما يلزم البلد بتبني سياسات اقتصادية كلية أفضل، كوسيلة لتخفيف احتمال وقوع مثل هذه التحولات. كما أن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية المحلية تؤثر على مستوى التدفقات الوافدة وتكوينها، وكذا على مدى تعرض البلد لمخاطر الأزمات.

#### رابعا - مخاطر العولمة المالية على الاقتصادات المحلية:

لقد أثبتت تجارب عقد التسعينات أن العولمة المالية بالنسبة للدول النامية كثيرا ما أدت إلى حدوث أزمات وصددمات مالية مكلفة، ويمكن إيجاز مخاطر العولمة المالية في النقاط التالية<sup>1</sup>:

1. **حدوث الأزمات المالية:** يمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، حجم الإصدار، أسعار الأسهم و السندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية، و معدل الصرف، ولها نتائج وخيمة علي الاقتصاد الدولي. عادة ما تحدث الأزمات المالية بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في النظام المالي مسببها الرئيسي تدفق رؤوس أموال ضخمة للداخل يرافقها توسع مفرط وسريع في الإقراض دون التأكد من الملاءة الائتمانية للمقترضين، وعندها يحدث انخفاض في قيمة العملة، مؤديا إلى حدوث موجات من التدفقات الرأسمالية إلى الخارج.

<sup>1</sup> يوسفى كريمة، أثر العولمة على البنوك التجارية في الدول النامية، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2008، ص:ص: 59-62.

**2. عولمة المديونية الخارجية:** من المعلوم أن اقتصاديات الدول النامية تتميز بأنها اقتصاديات استنادة بحيث أن أزمة المديونية الخارجية بدأت في سنوات الثمانينات، وهذا بزيادة حجم الديون وخدماتها، إلى درجة أن عجزت العديد من هذه الدول على تسديدها. ومع موجة الإيداعات المالية التي عايشتها الدول المتقدمة في الفترة الممتدة من منتصف السبعينات والثمانينات، تحولت الديون الخارجية للدول النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية وأصبحت تلك الديون تنتقل من سوق مالي إلى آخر في ظرف قصير جدا بسبب التقدم التكنولوجي الذي عرفته وسائل الاتصال الحديثة.

**3. مخاطر غسيل الأموال:** يقصد بغسيل الأموال استثمار الأموال الضخمة المكتسبة من الأنشطة غير المشروعة في الخارج. فبعد إدخال الأموال المحصلة من الجريمة إلى النظام المالي يتم إخفاءها من خلال تشكيلة متنوعة من المعاملات والأدوات المالية على شكل أسهم وسندات، أو فتح حسابات في البنوك الأجنبية وتستثمر في النهاية أصول مالية وما يتعلق بها، أي إخفاء مصدر هذه الأموال.

**4. مخاطر هروب الأموال الوطنية إلى الخارج:** تعتبر ظاهرة هروب الأموال في الدول النامية ظاهرة قديمة بتعدد أسبابها وأشكالها، ويكمن الخطر في أن هذه الدول تفضل الاستثمار خارج الحدود الوطنية، في الوقت الذي تشجع فيه هذه الدول الاستثمار الأجنبي وتوفر له كل عوامل الجذب من مزايا وإعفاءات وإزالة العقبات، مما يسمح لمخدراتها المحلية بالخروج للاستثمار في الخارج وهذا استنادا للعولمة المالية. لهذا يمكن القول أن الدول النامية أعطت لعمليات هروب رؤوس الأموال مشروعية وحرية مما أدى إلى استفحال هذه الظاهرة أثارها على ميزان المدفوعات. كما أن الأموال الوافدة إلى دولة ما خلال سنوات يمكن أن تخرج خلال بضعة أيام مما ينتج عنه حدوث أزمة مالية.<sup>1</sup> كما إن الفجوة الهائلة في الاستحواذ على التجارة الخارجية وتمركزها في أيدي أعداد قليلة من الأغنياء إنما وجدت في عصر العولمة، وعلى مرأى ومسمع من منظمات العولمة العملاقة، وكل الدول الصناعية الكبرى الداعية للعولمة، بل إننا نستطيع أن نقول إن هذا التفاوت الهائل إنما هو نتيجة لممارسات هذه الدول الصناعية مع الدول النامية، وبسبب كثير من قرارات تلك المنظمات العملاقة.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: الاتجاه نحو تكامل الأسواق المالية

تحاول البورصات العالمية توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيف المخاطر وتحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل ومكانزمات ومنها الربط بين الأسواق المالية، والذي هو في حقيقة الأمر ظاهرة عرفها العالم ظهرت منذ حوالي ثلاثين عام بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي، وهو عملية تسمح لغير المقيمين بالاستثمار مباشرة في الأسواق الأجنبية.

<sup>1</sup> أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع: الريادة والإبداع (استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، جامعة فيلادلفيا، 2005، ص 28.

<sup>2</sup> عبد الله بن حسين الموجان، العولمة الاقتصادية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز الكون، مكة المكرمة، 2004، ص 266.



يعكس التكامل المالي الدولي مدى اتصال الأسواق المالية المحلية فيما بينها، مؤدية إلى ظهور سوق مالية عالمية موحدة، أين يمارس جميع الأعوان الاقتصاديين أنشطتهم.<sup>1</sup>

وظهر مفهوم التكامل المالي خلال سنوات 1880 نتيجة لانتشار الرقابة على التدفقات الدولية لرؤوس الأموال، سميت هذه المرحلة بالفترة الذهبية للتحرير المالي، وسجلت الفترة 1815-1914 الموافق لقرن "دعه يعمل في نطاق التغيير" غياب لكل أشكال الاستثمارية العمومية والذي يفسر بعدم تدخل الدولة في إدارة رؤوس الأموال والرقابة على الصرف. ويستخدم التكامل في مجال أسواق رؤوس الأموال بعدة معاني قد يشير إلى البيئة التي تتداول الأوراق المالية بنفس الأسعار في أسواق مختلفة بما يمكن المستثمرين من شراء وبيع الأوراق المالية دون أي قيود. كما يعرف تكامل الأسواق المالية بالعملية التي تتفتح بها الأسواق المحلية بحيث يكون للمشاركين نفس الفرص للوصول للأسواق المختلفة. ويمكن أن يتحقق ذلك من خلال إزالة الضوابط المحلية والدولية على الأصول أو الخدمات والسلع، والتقليل من السيطرة على تجارة الأصول.

**أولاً - مفهوم التكامل المالي:** أصبح التكامل بين أسواق الأوراق المالية مصطلحا مألوفا في الأدبيات المالية المعاصرة، بفضل امتداد أفكار العولمة، غير أنه لا يوجد تعريف موحد لمصطلح أسواق الأوراق المالية المتكاملة، لذلك سيتم ذكر عدة تعاريف:<sup>2</sup>

تعريف (Jang) التكامل المالي لأسواق الأوراق المالية من الناحية الإجرائية على أنه "عملية اتصال متقدمة بين أسواق الأوراق المالية الوطنية المنفصلة، موجهة بقوة السوق، حيث من خلالها تدخل تلك الأسواق في منافسة بعضها البعض، لتشكل شيئاً فشيئاً سوقاً واحدة، تتسم بأسعار ومنتجات متناغمة، وكفاءة وعوائد متماثلة بين مختلف مزودي الخدمات المالية، وتستطيع عدد من القنوات الظاهرة، كالملكية المتبادلة عبر الحدود وتوطيد الإشرافي المتبادل، تعزيز درجة التكامل".

تعريف Rouve & Talbotoni: بأنه "داخل الأسواق المتكاملة تتساوى كافة الأصول المالية، التي لها نفس المخاطر ونفس المستوى من العائد مهما كان مكان تقيدها أو التعامل بها خاصة أن عملية المراجعة المتتالية تقلل وتزيل الهوامش الإضافية والفروق من سوق لآخر". يرى انغرام INGRAM في تحليله سنة 1969 بأن الاندماج المالي الذي يفتح السوق المالية بكل حرية بالنسبة لكل الدول الأعضاء، هو الآلية المثلى لتحقيق التوازن، بحيث أن الاختلالات يمكنها أن تمتص بواسطة التدفقات لرؤوس الأموال على شكل قروض أو مساعدات من الدول التي حققت فائض إلى البلدان التي أصابها إختلال في ميزانها التجاري. إن انتقال رؤوس الأموال بسهولة بين البلدان الأعضاء من شأنه أيضاً أن يحقق توازن مالي حتى في ظل تغيرات معدلات الفائدة، الأمر الذي لا يمكن تحقيقه في ظل سياسة أسعار الصرف والتي دائماً تنتهجها مختلف الدول.

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، راضية كروش، مرجع سابق الذكر، ص 46.

<sup>2</sup> محمد براق وعبد القادر بن عيسى، دور تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 13، 2018، ص 196.

أما هاري جونسون H.JOHNSON فيقترح الاندماج الجبائي كمييار للتكامل المالي والنقدي ومنه أيضا كمييار للمنطقة النقدية المثالية. ويتمثل الاندماج الجبائي في وجود آلية لتحقيق الاستقرار في الاختلالات الموجودة بين البلدان الأعضاء.<sup>1</sup>

**ثانيا - طرق قياس تكامل أسواق الأوراق المالية:**

حظي موضوع ارتباط الأسواق المالية وتكاملها لاسيما في ظل تنامي موجة العولمة المالية الراهنة وما ترتب عنها من آثار ايجابية وسلبية على الاقتصاديات بصرف النظر عن مستوياتها، باهتمام العديد من الدراسات التي حاولت البحث في الموضوع باستخدام العديد من الأدوات القياسية لعل أهمها ما يلي<sup>2</sup>:

- **المقاربة القائمة على أساس تقييم الأصول المالية:** نذكر في هذا السياق كل من نموذج تقييم الأصول المالية ونموذج المراجعة الدوليين، ويستخدم هذين النموذجين لتقدير قيم الأصول المالية المسعرة في مختلف الأسواق المالية، فحسب هذين النموذجين يتحقق التكامل المالي بغياب الانحراف بين علاوات المخاطر للأصول المالية المتماثلة والمتداولة بين مناطق مختلفة.

- **المقاربة القائمة على أساس معامل الارتباط:** يسمح معامل الارتباط بقياس درجة التبعية الموجودة بين عوائد أصلين ماليين، يتسم هذا المعامل بسهولة الفهم والتفسير، ويكون محصور بين +1 و-1 وإذا تحققت هذين القيمتين دل ذلك على وجود علاقة ارتباط قوية بين الأصلين وأن اتجاه تقلبهما بنفس الاتجاه أو باتجاه معاكس حسب إشارة المعامل، أما إذا كان معامل الارتباط معدوم فإن كلا الأصلين مستقلين تماما، وتكامل الأسواق حسب هذا المعيار لأنها تتضمن معلومات متطابقة.

- **المقاربة القائمة على أساس التكامل المشترك:** من بين الطرق المستعملة في دراسة التكامل المالي نجد الاعتماد على تحليل التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية، بمعنى أن وجود تكامل مشترك بين سلسلتين أو أكثر يعني وجود علاقة بينهما على المدى الطويل، ويمكن لهذه القيم أن تتحرف عن علاقة التوازن في المدى الطويل لكن بتحقق هذه الأخيرة تكون الانحرافات ضعيفة في الأسواق المندمجة، وقد استعملت العديد من الدراسات هذه التقنية في دراسة تكامل الأسواق المالية.<sup>3</sup> ويعتبر تقدير الارتباط الشرطي بين السلاسل الزمنية لمؤشرات الأسواق المالية واحدا من التقنيات الحديثة في مجال الاقتصاد القياسي، باعتباره عاملا مهما لتحديد العلاقة التكاملية بين عوائد هذه الأسواق وما يحمله ذلك من مؤشرات أساسية في مجال إدارة المخاطر وتخصيص الأصول في المحافظ الاستثمارية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> كاملي محمد؛ صحراوي بن شبيحة وسحيمي فايزة، التكامل المالي والنقدي لدول مجلس التعاون الخليجي: التجربة والآفاق، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 03، العدد 01، 2016، ص 291.

<sup>2</sup> بركنو قوسام وبلحاج فتيحة، ارتباط الأسواق المالية العالمية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي، ص 264.

<sup>3</sup> راضية كروش؛ سعيدة تلي وعبد الغني دادن، عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية: حالة مجموعة من الأسواق المتطورة، مجلة الباحث، العدد 16، 2016، ص 35.

<sup>4</sup> خياري إيمان وبوداح عبد الجليل، تقدير العلاقة التكاملية بين أسواق المالية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 3، العدد 1، 2016، ص 26.

## ثالثاً: الجدوى ومبررات تكامل الأسواق المالية

يؤدي ربط أسواق المال عادة إلي رفع الكفاءة التشغيلية وزيادة عمق السوق، إذ يزيد ربط أسواق المال من عدد شركات الوساطة المالية، ومن ثم زيادة حدة المنافسة فيما بينها على جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وبالتالي خفض التكاليف والعمولات الإدارية. إضافة إلى ذلك فإن حدة المنافسة تساهم في تحفيز شركات الوساطة المالية على تنويع خدماتها وتطوير منتجاتها المالية، وبالتالي المساهمة في زيادة عمق السوق وخفض المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، وذلك بتنويع المحافظ الاستثمارية. إلا أن زيادة عمق السوق عند ربط أسواق المال يعتمد على مدى التشابه بين البورصات، فكلما ازدادت درجة التشابه بين البورصات كلما انخفضت الاستفادة من الربط. فمثلاً، إذا كان قطاع الخدمات يحظى بنصيب الأسد من القيمة السوقية للأسواق التي تم الربط بينها، تنخفض الفوائد المتوقعة من تنويع المحافظ الاستثمارية، وبالتالي يمكن القول بأن تنوع الأسواق وانخفاض درجة تشابهها شرط أساسي للاستفادة من ربط البورصات ببعضها.<sup>1</sup>

لربط الأسواق المالية فوائد عديدة أهمها على سبيل الذكر لا الحصر:<sup>2</sup>

- حماية رؤوس الأموال من التقلبات الفجائية في الأسواق المالية المحلية واستجابة فورية للتطورات في الأسواق المالية العالمية؛
- جذب رؤوس الأموال المحلية من الاستثمارات في الخارج وتنشيط اقتصاديات الدول النامية؛
- التشجيع على ضخ استثمارات جديدة وزيادة أداء الأسواق.

يمكن القول بأن مبررات التكامل الاقتصادي تختلف فيما بين الدول النامية والدول الصناعية المتقدمة، حيث تسعى الدول الصناعية المتقدمة إلى الاستفادة من عوائد الكفاءة الناتجة عن إزالة العوائق المفروضة على الأنشطة التجارية، كما تساهم الهياكل الاقتصادية لهذه الدول بالاستقرار. وعليه فإن تغير هذه الهياكل استجابة للتكتل وبرامجه يكون له أثر إيجابي على الأداء الاقتصادي بوجه عام ويكتسب المزيد من الديناميكية والفاعلية. أما بالنسبة للدول النامية فهي عادة لا تحقق هذه المكاسب بنفس القدر من الكفاءة والديناميكية التي يفرزها التكتل الاقتصادي. كما أن عوائد الكفاءة ليست في حجم الدول الصناعية، وذلك لأن الهياكل الصناعية في الدول النامية صغيرة بالنسبة لحجم الاقتصاد، كما أن المكاسب الساكنة من خلال تسهيل تدفق التجارة تعد أيضاً صغيرة نسبياً.

من هنا نستطيع القول بأن الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الدول النامية من التكتل الاقتصادي ليست أهدافاً ديناميكية بقدر ما هي أهداف هيكلية تشتمل على تنمية صناعات جديدة من خلال التنسيق، وهو ما تسمح به الاقتصاديات ذات الحجم الكبير نظراً لاتساع نطاق السوق وتنوع الامكانيات، وهي الأهداف التي تسعى الدول النامية إلى تحقيقها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سعدوني محمد، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015، ص 114.

<sup>2</sup> عبد الله بلوناس وآسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، ملتقى وطني حول: عولمة الأسواق المالية فرص وتحديات، غليزان، أكتوبر 2011، ص 11.

<sup>3</sup> السيد محمد أحمد السريتي وأحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، دار فاروس العلمية، مصر، 2017، ص-ص: 219-220.

## الفرع الثالث: التنوع الدولي للمحافظ الاستثمارية

لا يخفى علينا ما خلفته العولمة المالية من آثار على أسواق رؤوس الأموال حيث أصبحت تبحث عن توسيع نطاق التداول بحثا عن فرص استثمارية أفضل، إضافة إلى تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل وآليات من خلال الربط بين الأسواق المالية، والتي هي عبارة عن ظاهرة عرفها العالم بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي.<sup>1</sup>

## أولا - ظهور فكرة التنوع الدولي:

التنوع في المحافظ الاستثمارية ليس مفهوما جديدا فقد ظهر قديما في القرن الثامن عشر، لترجمته الروماني Don Quixote عندما نصح Sancho Panza سيده أن لا يضع كل ما لديه من بيض في سلة واحدة، واستطاع ماركويتز ترجمة هذا المثل الشعبي إلى مجال الاستثمار بأن لا يضع المستثمر ثقته باستثمار واحد. وتقوم سياسة التنوع على أساس تعدد وتنوع المحفظة من أدوات استثمارية وجهات مصدرة للأوراق المالية ومن حيث الشركات أو القطاعات، حيث أن إدراج أوراق مالية متنوعة في محفظة يساهم في تخفيض درجة التقلب في عائد المحفظة. والأساس من استخدام هذا الأسلوب أنه بزيادة عدد الأوراق المالية يتم تخفيض ما بين 50 إلى 80% من مخاطر المحفظة دون التضحية بالعائد، والسبب بذلك أن التذبذب في المحفظة محدودا، فأسعار الأسهم التي تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد فانخفاض قيمة سهم يعوض بارتفاع سهم آخر وبالتالي هنالك فرصة للحد من المخاطر.<sup>2</sup>

لم يتوقف الاهتمام بنظرية المحفظة وتطبيقاتها المختلفة على المستثمرين فقط، بل حظيت باهتمام الكتاب والباحثين في حقل الإدارة المالية منذ تقديمها من طرف ماركويتز 1952. ومنذ ذلك الوقت ظهرت من المسائل الجديرة بالبحث في هذا الميدان، ومن ضمنها موضوع التنوع الدولي، والذي يمثل أحد أساليب التنوع التي شهدت تطورا كبيرا خلال العقود الثلاثة الأخيرة متزامنة مع موجة تحرير التجارة، وازدياد حركة رؤوس الأموال، وتوسع الفرص الاستثمارية المتاحة والمتنوعة بين مختلف أرجاء العالم. وتتمثل استراتيجية التنوع الدولي في توسيع نطاق التنوع بحيث لا يقتصر على بورصات القيم المحلية، وإنما تشمل الأوراق المالية المدرجة في بورصات القيم العالمية باتجاه ما يعرف بمحفظة الدولية، غير أن هذه الإستراتيجية في التنوع الدولي ترتبط بعوامل تؤثر في فعاليتها بغرض تحقيق أهداف المستثمرين.<sup>3</sup>

## ثانيا - محفزات ومعوقات التنوع الدولي:

هناك العديد من الأسباب التي شجعت على التوجه نحو التنوع الدولي من بينها:

- عدم الإستقرار في العديد من البيئات المحلية مما يشجع على التوجه نحو البيئات الدولية التي تتمتع باستقرار نسبي أكبر؛

<sup>1</sup> راضية كروش؛ عبد الغاني دادن ومحمد الأمين شربي، اختيار إمكانية الأسواق المالية الناشئة وأثر على عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الدولية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 09، العدد 02، 2016، ص 593.

<sup>2</sup> الحبيب زواوي ومريم نجاة نعاس، تحسين محفظة التنوع الدولي باستخدام خوارزميات مستعمرة النمل، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 01، 2020، ص 06.

<sup>3</sup> هوارى سويسى وغالية مليك، أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية، مجلة الباحث، العدد 13، 2013، ص 49.

- التوسع في التجارة العالمية، وزيادة حرية حركة الأموال بين مختلف الدول خصوصا الموقعة على اتفاقية التجارة الحرة،
  - الاستفادة من العديد من الفرص الاستثمارية المتوفرة بالأسواق الدولية والتي لا ترتبط بالأسواق المحلية؛
  - الافصاح المالي وتطور الأنظمة المصرفية سهل من عمليات الاستثمار عبر وسائل الاتصال المختلفة.
- رغم ذلك، يوجد العديد من الأسباب التي تعيق التوجه نحو التنويع الدولي من بينها:
- تكاليف المعاملات : تفرض العديد من الأسواق تكاليف إضافية على التعاملات الدولية، إلا أن هذه التكاليف قد أخذت بالإخفاض التدريجي بسبب زيادة عدد الأسواق المالية وانتشار تكنولوجيا الإتصال.
  - تكاليف الحصول على المعلومات : نتيجة لتعدد وانتشار الأسواق المالية، وتنوع لغات الدول أصبح من الصعب الحصول على المعلومات التي يحتاج إليها المستثمر لإتخاذ قراراته الاستثمارية في البورصات الدولية. إلا أن هذه التكاليف مثل سابقتها قد بدأت بالإخفاض بسبب زيادة كفاءة الأسواق المالية، والإعتماد المتزايد على الإنترنت في الحصول على المعلومات.
  - مخاطر أسعار الصرف : وهي أهم خطر يتعرض له المستثمر عند اختيار لاستراتيجية التنويع الدولي، ويتمثل هذا الخطر في تقلبات أسعار صرف العملات المختلفة أمام العملة المحلية، إذ يمكن أن تتحول الأرباح المحققة بالعملة الأجنبية إلى خسائر بالعملة المحلية في حال انخفاض قيمة العملة الأجنبية أمام العملة المحلية والعكس صحيح.

### المطلب الثاني: واقع الأسواق المالية العربية محل دراسة

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة إهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها وإمكانية الربط فيما بينها، وقد جاء هذا الاهتمام إنطلاقا من إيمان راسخ لدى رجال المال والسياسة بأن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الإعتماد على التمويل الخارجي باعتبارها أحد أهم القنوات الرئيسية في حشد الموارد المالية. وتشكل الأسواق المالية العربية آلية هامة من آليات تجميع الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية وتشجيع حركة إنتقال هذه الموارد من بلدان الفئاض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية.<sup>1</sup>وقد عرفت الدول العربية أسواق رأس المال من خلال الدول الاستعمارية التي احتلت ديارها واستنزفت ثرواتها، حيث أنشأت العديد من البنوك والبورصات تطبيقا لنظمها الاقتصادية، ولضمان تصدير المواد الخام وتسويق منتجاتها بهذه الدول .

في هذا الاطار عرفت مصر أسواق رأس المال كأول دولة عربية، حيث يرجع إنشاء سوق الأوراق المالية في مصر إلى نهاية القرن التاسع عشر، فتم إنشاء بورصة الأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883م وبورصة القاهرة في عام 1904م، وقد تمكنت من احتلال مكانتها كسوق قوية للأوراق المالية حتى أصبحت هي السوق الأولى في أفريقيا والخامسة على مستوى أسواق العالم من حيث النشاط وعدد

<sup>1</sup> عبد الوهاب رميدي وعبد القادر موزاوي، الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، المركز الجامعي خميس مليانة، 2012، ص 01.

الشركات وحجم رؤوس الأموال المستثمرة. ومع صدور القرارات الاشتراكية عام 1961م تقلص دور البورصة المصرية لأكثر من 30 عاماً، ولم تكن ذات نشاط يذكر حتى صدر القانون رقم 95 لسنة 1992 الذي أعاد تنظيم سوق رأس المال في ظل سياسة الدولة لتحقيق برنامجها للإصلاح الاقتصادي. أما بالنسبة للبورصات العربية فحتى عام 1989م لم يكن في العالم العربي سوى خمسة بورصات إضافة إلى البورصة المصرية، وهي بورصات : لبنان (1920م) ، والمغرب (1967م)، وتونس (1968م)، والكويت (1977م) ، والأردن (1978م)،. وفي عام 1989م تم إنشاء ثلاث بورصات في البحرين، ومسقط، والعراق، وبدأت سوق نشطة للأسهم في السعودية، وفي عام 1999م أنشئت أربع بورصات أخرى في كل من السودان، وقطر، والجزائر، وفلسطين، وفي عام 2000م تم إنشاء بورصة دبي وبورصة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية المتحدة.

غير أن قضية تنمية بورصات الأوراق المالية العربية وإيجاد وسائل الربط فيما بينها تحتل أهمية كبيرة في تسيير حركة إنتقال رؤوس الأموال العربية واستثمارها داخل الوطن العربي، حيث أن تطوير وانفتاح هذه البورصات أصبح يشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية العربية المشتركة وتعزيز التكامل الإقتصادي العربي. ورغم ماتشده البورصات العربية من إصلاحات فإنها ما زالت تتسم ببعض السمات المشتركة التي تجعلها في حاجة إلى مزيد من التطوير، وأهم هذه السمات ما يلي:<sup>1</sup>

- **ضيق نطاق السوق** : يعزى ضيق نطاق السوق في البورصات العربية إلى محدودية عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليها في هذه الأسواق، ويقاس العرض بعدد الشركات المدرجة بهذه الأسواق، بينما يقاس الطلب بعدد وحجم أوامر الشراء، حيث إن عدد الشركات المدرجة في كل بورصة من البورصات العربية بما فيها البورصة المصرية يقل عن عدد الشركات المدرجة في البورصات المتطورة والتي تقدر بنحو 330 شركة.

- **تركز عمليات التداول**: تعاني معظم البورصات العربية من تركيز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، وهو ما يعني انخفاض نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، مما يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك إلى تركيز بعض كبار المستثمرين على الاحتفاظ بأسهم الشركات الواعدة، إضافة إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم، وخاصة أسهم شركات القطاع العام.

- **ضعف التنوع في الأوراق المالية**: تتسم الأسواق المالية العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يضع قيوداً على المستثمرين لتنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر، وبخاصة في ظل سياسة القطيع التي تحكم غالبا سلوك المستثمرين في البورصات العربية، وغياب الرقابة التي تضمن حدا أدنى من الإفصاح، وتقطع السبيل أمام الشائعات، وتوفر الحماية الملائمة لكسب ثقة المستثمرين.

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر (القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة) بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية، 2009، ص 19.



- **ضعف درجة السيولة:** تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في تحقيق التخصيص الأمثل للموارد من خلال ما تتمتع به من نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة، وترتفع قيمتها السوقية، وفي المقابل يقل التعامل على أسهم الشركات الخاسرة، وتتنخفض قيمتها السوقية.

- **تذبذبات الأسعار الشديدة:** تعود أهم أسباب التقلبات السعرية للأوراق المالية في البورصات العربية لعدم ارتباط أسعار الأسهم بالمؤشرات الحقيقية للاقتصاد الكلي والكمي مع نقص الترابط المشترك للأسواق العربية مع الأسواق الإقليمية والعالمية الأمر الذي يضعف كفاءتها.<sup>1</sup>

عموما يمكن القول أن الدول العربية تشترك في مجملها فيما يتعلق بأنظمتها المالية بدرجة اعتمادها الكبير على القطاع المصرفي في تمويل اقتصادياتها، كما أن حكومات تلك الدول كانت تهيمن بشكل كامل على الأنشطة الاقتصادية من خلال الاعتماد على التخطيط الاقتصادي، غير أن موجة التغيرات التي شهدتها العالم مطلع تسعينيات القرن العشرين دفع بالدول العربية إلى تحرير اقتصادياتها وفتح المجال أمام القطاع الخاص، ولتسهيل هذه المهمة تم اللجوء إلى إصلاح القطاع المالي بما في ذلك تنظيم الأسواق المالية فتم بذلك إنشاء البورصات ودعم القائمة منها لمواكبة تلك التطورات.<sup>2</sup>

#### الفرع الأول: نبذة عن الأسواق المالية العربية محل دراسة

في السنوات الأخيرة أصبح الاهتمام بدراسة أسواق الأوراق المالية العربية موضوع بعض المؤتمرات والملتقيات العلمية والمنشورات البحثية والأطروحات الجامعية. ومع الأبحاث الموسعة المخصصة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية وخاصة التقنية منها، ومقارنة بأهمية الموضوع وبغزارة الأبحاث المتعلقة بالأسواق المتطورة والناشئة، كان أحد الدوافع التي شجعتنا على اختيار هذا الموضوع، طبعا إلى جانب محاولة وضع خريطة للأسواق العربية توضح لنا موقع كل واحدة منها بالنسبة للآخر وكذا موقعها بالنسبة لبعض الأسواق المتطورة والناشئة، وذلك وفقا لمعايير معينة تتعلق بتطور و نشاط هذه الأسواق.<sup>3</sup>

#### أولا - البورصة المصرية:

انشئت عام 1861 بالإسكندرية أقدم البورصات المشتغلة بالتعامل في القطن، ثم بدأت أولى محاولات إنشاء بورصة للأوراق المالية في مصر سنة 1890، تلتها محاولة ثانية في عام 1898، حين شرع السماسرة في تكوين شركة تتولى إنشاء البورصة وتدير المكان اللائق لإقامتها، ووضع القواعد الكفيلة بتنظيم العمل فيها. إلا أن جهودهم اخفقت، فأفلست شركتهم الأولى في غضون ثلاثة أشهر من تكوينها، واستمر السماسرة في مزاوله عقد الصفقات فيما بينهم في بعض المقاهي أو في مكاتبهم الخاصة، ولم تكن المعاملات بينهم خاضعة لقواعد مدونة بل كانت تركز على التقاليد والعادات التي

<sup>1</sup> طولال لطيفة، أثار الصدمة البنزولية لسنة 2014 على أداء بورصات الدول العربية المصدرة للنفط، مجلة المدير، العدد 05، ديسمبر 2017، ص 149.

<sup>2</sup> سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد: دراسة تجربة الأسواق المالية العربية، مؤتمر سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات، 2006، ص 09.

<sup>3</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004، ص 04.



ينفقون عليها. وكانت بداية النشأة الفعلية لبورصة القاهرة في عام 1903 مع تكوين شركة من بعض أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة لهذا الغرض. حيث أنشأ السماسرة نقابة وضعوا لها قانونا ينظم شؤونهم على غرار النقابة التي أنشأها زملائهم في الاسكندرية سنة 1902. و بالفعل أقيمت بورصة في القاهرة سنة 1904 بالاتفاق بين النقابة والشركة، وقد اقصرت عضويتها على سماصرة الأوراق المالية فقط، أما السماسرة الذين أثاروا الاشتغال بعقود القطن فقد أنشأوا لأنفسهم نقابة خاصة. كما تعددت المراسيم و القوانين المنظمة لبورصة الأوراق المالية على النحو التالي:<sup>1</sup>

أ- **صدر مرسوم 8 نوفمبر سنة 1909:** صدر في ذلك التاريخ الأمر العالي المشتمل على اللائحة العامة للبورصات المصرية، غير أنه نص على العمل بها من أول سبتمبر سنة 1910، وهو التاريخ الذي اعتبر بداية الترخيص الرسمي بفتح تلك البورصات. ثم صدر القانون رقم 23 و 24 المتضمنان ادخال التعديلات التشريعية المقترحة على قانون التجارة الأهلي وقانون التجارة المختلط. وقد أعطى القانون المشار اليهما لبورصات البضائع والأوراق المالية في مصر استقلالاً داخلياً واسع النطاق، بما يحقق لها المرونة اللازمة لأداء أعمالها.

ب- **مرسوم 31 ديسمبر سنة 1933:** صدر هذا المرسوم بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية ويتضمن في مادته الثانية إلغاء لائحة البورصة المصدق عليها بالأمر العالي الصادر عام 1909. ويتميز هذا المرسوم بأنه يعالج بورصات الأوراق المالية وحدها، حيث صدرت مراسيم أخرى تعالج أوضاع بورصات البضائع.

ج- **القانون رقم 326 لسنة 1953 في شأن التعامل في الأوراق المالية:** صدر بعد ذلك القانون رقم 326 لسنة 1953 ملغياً المرسوم الصادر سنة 1933. وأصبح تنظيم البورصات يتم بموجب قوانين بعد أن كان التعديل بمراسيم. وقد استمر العمل بهذا القانون إلى أن أعيد تنظيم البورصة في عام 1957.

د- **قانون سوق رأس المال الصادر برقم 95 لسنة 1992:** صدر القانون رقم 92/95 بتاريخ 22 يونيو 1992، والمعروف باسم قانون سوق رأس المال. وهو القانون الجاري العمل به حالياً وقد صدرت لائحته التنفيذية رقم 135/1993 في 07/04/1993.

و- **القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997:** وصدر هذا القرار بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشؤونهما المالية.

ز- **القانون 123 لسنة 2008 المعدل للقانون 95 لسنة 1992:** وبناءً على هذا القانون أصبحت بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والاسكندرية تحت مسمى واحد وهو البورصة المصرية.

من الجدير بالانتباه أن المزايا التي تضمنها قانون العام 1992 و ثم التشريعات الأخرى التي صدرت فيما بعد ذلك القانون وما رافق كل ذلك من تحسن المناخ الاستثماري للقطاع الخاص قد ساعد على توسع حجم التبادل المالي وازداد عدد أطراف هذا التبادل وارتفعت قيمة الاستثمارات وعوائدها. لقد

<sup>1</sup> موقع البورصة المصرية: www.egx.com.eg

تضمن القانون المذكور بنوداً هامة لحماية المستثمرين ولمنع حالات التواطؤ ولتنظيم عمليات التبادل و لرفع درجة الشفافية في المعلومات. فمثلاً تناول هذا القانوني ما يأتي:<sup>1</sup>

- السماح بإصدار أسهم بقيم اسمية جديدة ولكن بنفس حقوق والتزامات الاصدارات السابقة.
- تقديم بيانات تفصيلية عند الاكتتاب وذلك حول أهداف الشركة وأسماء المساهمين وحصص المساهمات المعتمدة ومواصفات الأسهم.
- التزام كافة شركات الاكتتاب ويفترض ألا يقل عدد المساهمين المكتتبين عن 150 شخص.
- حصر عملية تداول الأوراق بالبورصة من خلال الشركات المرخصة التي تتعهد بسلامية هذه العملية.
- إمكانية إيقاف التعامل في حالات التلاعب خاصة عند دفع المضاربين للأسعار في تقلبات شديدة.
- قيام الهيئة العامة للسوق بتعزيز عمليات التنظيم والإشراف والرقابة معاً.
- إطلاق حرية الدخول إلى السوق والخروج منها.
- إمكانية تحويل حصيلة البيع من الجنيه المصري إلى أي عملة أجنبية.
- إدخال أدوات جديدة مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المضمونة بأصول عقارية.
- دفع رؤوس الأموال الأجنبية للدخول في تنظيمات مالية غير مصرفية مثل: مؤسسات التمويل العقاري وشركات خصم الأوراق التجارية وشركات التوريق المالي.

وتتكون البورصة المصرية من المؤشرات التالية:

- مؤشر EGX30 : هو أحد المؤشرات التي تصدرها البورصة المصرية ويتم حسابه وفقاً للعملة المحلية والدولار ابتداء من 1998 بقيمة أساس بلغت 1000 نقطة، وتم بداية نشر المؤشر مقوماً بالدولار عام 2009، ويتضمن أعلى ثلاثين شركة من حيث السيولة والنشاط، يتم قياس قيمة المؤشر عن طريق حساب رأس المال السوقي المعدل بعد حساب نسبة الأسهم حرة التداول التي يتكون منها المؤشر، ويتم حساب رأس المال السوقي المعدل كما يلي:

= عدد الأسهم المقيدة × أسعار إقفال أسهم كل الشركات التي يتكون منها المؤشر × عدد الأسهم المقيدة نسبة للأسهم الحرة.

- مؤشر EGX70 : هو مؤشر سعري يقيس أداء السبعين شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري بعد إستبعاد الشركات الـ 30 الأنشط المكونة لمؤشر EGX 30، حيث يقوم المؤشر بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي، ولا يأخذ في اعتباره نسبة التداول الحر، وقد تم استخدامه منذ 2009 وبدأ حسابه بأثر رجعي منذ 2008.

- مؤشر EGX100 : هو مؤشر سعري تم استخدامه منذ عام 2009 وحسابه بأثر رجعي اعتباراً من عام 2006، يقيس أداء المائة شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة الشركات الـ 30 المدرجة في مؤشر EGX 30 والشركات الـ 70 المدرجة في مؤشر EGX70، ويقوم

<sup>1</sup> غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص-ص: 301-302.



## ثانيا - السوق المالي الأردني:

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان). فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و 1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية Intemational Finance Corporation التابعة للبنك الدولي بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976، والذي بموجبه أنشأت سوق عمان المالية وباشرت بنشاطاتها في 1/1/1978. كان من أهم أهداف هذه السوق:

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني؛
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل؛
- جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة لتحقيق الغايات أعلاه ونشرها.

في الواقع، فإن إنشاء سوق عمان المالي لم يكن مجرد أمنيات للسلطات النقدية والمالية، بل كان نتيجة لتطورات اقتصادية ومالية مختلفة هيأت الطريق منذ فترة طويلة لإيجاد هذا السوق، وقد قامت الحكومة منذ عام 1975 باتخاذ عدة اجراءات لتهيئة الظروف لإقامة هذا السوق، كان من أهمها :

- رفع رأس المال العامل لأي بنك مرخص، مما اضطر البنوك المختلفة إلى طرح أسهم لمقابلة هذه الاجراء وبالتالي امتصاص بعض النقد المتداول لدى الجمهور؛
- السماح للبنوك بالتوسع في التسهيلات الائتمانية، وبوجه خاص بالنسبة للمشاريع الصناعية والزراعية.
- السماح لغير المقيمين بفتح حسابات بالعملات الأجنبية لدى البنوك التجارية، واستثناء ودائع غير المقيمين بالعملات الأجنبية من إجمالي الودائع عند احتساب الاحتياطي النقدي الالزامي.
- دعم مؤسسات الائتمان المتخصصة عن طريق تخصيص مبالغ كبيرة في ميزانية البنك المركزي مع مد فترة الائتمان الممنوحة لهم.

بهذا تكون الظروف قد تهيأت لإيجاد تنمية اقتصادية سريعة، خصوصا وقد كان ذلك أحد أهداف خطط التنمية الاقتصادية المتعاقبة منذ 1962 وهو إيجاد سوق للأوراق المالية. وفي شهر أيار من عام 1997 م صدر قانون الأوراق المالية رقم 22 لسنة 1997 م، والذي بدأ بصدور مرحلة إعادة هيكلة إصلاح سوق رأس المال الوطني. يتغير الهيكل التنظيمي في سوق رأس المال حسب طبيعة السوق المالي من حيث الحجم والانتساع والمصدر ولكن عموما أكثر الأسواق المالية تهدف إلى فصل الجانب التشريعي والرقابي عن الجانب التنفيذي، وهذا ما أخذ به أيضا المشرع في الأردن، إذ يتكون سوق رأس المال في المملكة الأردنية الهاشمية من ثلاثة مؤسسات مستقلة عن بعضها البعض هي هيئة الأوراق المالية وبورصة عمان (سوق الأوراق المالية) و مركز إيداع الأوراق المالية والهدف الأساسي من عملية الفصل هو إعطاء قوة للجانب التشريعي والرقابي، وفيما يلي نشرح دور هذه المؤسسات بالتفصيل<sup>2</sup>:

1 غازي فلاح المومني، مرجع سابق الذكر، ص 303.

2 دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق الذكر، ص 60.

**1. هيئة الأوراق المالية:**

- هي الهيئة الرقابية المنظمة لسوق رأس المال الوطني وهي هيئة رسمية تتمتع باستقلال مالي وإداري وتتمتع بشخصية اعتبارية وتهدف الهيئة إلى:
- توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية؛
  - تنظيم وتطوير ومراقبة سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال في المملكة؛
  - حماية حملة الأوراق المالية والمستثمرين فيها من الغش والخداع.
- وفي سبيل تحقيق الأهداف سالفة الذكر، تتولى الهيئة القيام بالأعمال والوظائف التالية:
- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها؛
  - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها؛
  - تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدر لها؛
  - تنظيم عمليات البيع المكشوف للأوراق المالية؛
  - تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

لهيئة الأوراق المالية مجلس يسمى مجلس المفوضين يتألف من خمسة أعضاء من بينهم الرئيس ونائب الرئيس، على أن يكونوا جميعاً أشخاصاً طبيعيين وأدنيين ومفرغين ومن ذوي الخبرة والاختصاص بشؤون الأوراق المالية، وتعتبر الجهات التالية خاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها لغايات تنفيذ أحكام هذا القانون، والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه:<sup>1</sup>

- بورصة عمان (سوق الأوراق المالية)؛
- مركز ايداع الأوراق المالية؛
- شركات الخدمات المالية؛
- الشركات المساهمة العامة؛
- صناديق الاستثمار؛
- معتمدو المهن المالية.

**2. بورصة عمان (سوق الأوراق المالية):**

هي الجهة الوحيدة المصرح لها مزاوله العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وهي مؤسسة تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى تحقيق الربح، وتدار من قبل القطاع الأهلي. وقد باشرت بورصة عمان عملها رسمياً بتاريخ 11/03/1999 م، بعد أن اتخذت هيئة الأوراق المالية كافة الخطوات العملية لإنشاء البورصة من حيث تعيين المدير التنفيذي، وإقرار النظام الداخلي، وترتيب عقد اجتماع الهيئة العامة، حيث تم تشكيل مجلس إدارة البورصة من القطاع الأهلي والمكون من خمسة أعضاء منتخبين وعضوين آخرين تم تعيينهما من قبل الهيئة.

<sup>1</sup> حسين علي بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها - تنظيمها - أدواتها، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2014، ص-ص: 120-121

**3. مركز إيداع الأوراق المالية:**

هو الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة أعمال تسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية المتداولة في البورصة، وتسوية أثمان تلك الأوراق بين الوسطاء الماليين، ويتمتع مركز الإيداع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، ولا يهدف للربح ويدار من قبل القطاع الأهلي. وقد قامت هيئة الأوراق المالية باتخاذ كافة الخطوات العملية لإنشاء المركز من حيث تعيين المدير التنفيذي، وإقرار النظام الداخلي، وترتيب عقد اجتماع الهيئة العامة للمركز، حيث تم تشكيل أعضاء مجلس الإدارة والمكون من خمسة أعضاء منتخبين، إضافة إلى عضوين تم تعيينهما من قبل هيئة الأوراق المالية.

**ثالثا - السوق المالي المغربي:**

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة. غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا. وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1976، شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية، و هي:<sup>1</sup>

- قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
- قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
- قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة. يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديثا ملموسا من خلال:
  - إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
  - الترخيص لشركات البورصة، كوسطاء متخصصين، وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛
  - إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر؛

<sup>1</sup> من موقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)



- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية. من أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993. وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها. وفي سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34.96 الذي قام بتعديل و استكمال قانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 35.96 بإحداث هيئة إيداع مركزية في أكتوبر من سنة 1998، ومنذ ذلك التاريخ، شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا. وفي سنة 2000، تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة. وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها، واعتمدت بورصة الدار البيضاء نظام السوق القائم على الطلبات، لفهم كيفية عملها نقوم بتحليل هيكلها ونظام تصنيفها ودرجة الأتمتة وإجراءات التداول الخاصة بها بإيجاز.<sup>1</sup> ومن حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدة تدابير أهمها:

- انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني في مارس 1997؛
- إطلاق المؤشرات الجديدة مازي ومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات في يناير 2002، ثم الأخذ، ابتداء من ديسمبر 2004، بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات؛
- في مايو 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بقانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، وقانون رقم 1-93-122 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون رقم 26.03 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة.
- في أبريل 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يرتكز على مجلس إدارة و إدارة عامة.

#### رابعا - السوق المالي السعودي:

بدأت الشركات المساهمة السعودية نشاطاتها أواسط الثلاثينات الميلادية عندما تم تأسيس الشركة العربية للسيارات كأول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وبحلول عام 1975م كان هناك نحو 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنبا إلى جنب مع نمو رأس مال البنوك الأجنبية في السبعينات الميلادية إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

<sup>1</sup> Khalid BAKIR, L'efficience des marches financiers des pays emergents : l'exemple de la bourse de casablanca, article, page 03.



ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم في عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي بهدف تنظيم وتطوير السوق.<sup>1</sup> وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، وقد عهدوا إلي مؤسسة النقد مهمة التنظيم اليومي للسوق، وتم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989.<sup>2</sup> حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 2003/07/31 بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة السوق. ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً مر بعدة مراحل أساسية كما يلي:<sup>3</sup>

- **المرحلة الأولى (من 1954 إلى بداية الثمانينات):** حيث بلغ عدد الشركات المساهمة عشر شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم، مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.

- **المرحلة الثانية (من أوائل الثمانينات إلى 2003):** تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم يقضي بإنشاء لجنة رقابية على مستوى سوق الأسهم، وأصدرت مؤسسة النقد السعودي منشوراً يوضح أسلوب تداول الأسهم، وفي عام 1990 بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول وتم تحديثه عام 2001 بإطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول".

- **المرحلة الثالثة (2003 - 2005):** تأسست هيئة السوق المالي بموجب نظام السوق المالي الصادر في 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء، ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ.

- **المرحلة الرابعة:** وافق مجلس الوزراء السعودي في الجلسة المنعقدة يوم الاثنين 19 مارس 2007 على تأسيس شركة مساهمة سعودية بإسم شركة السوق المالية السعودية (تداول)، يأتي القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة. ويتكون مجلس إدارتها من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد، وأربعة ممثلين

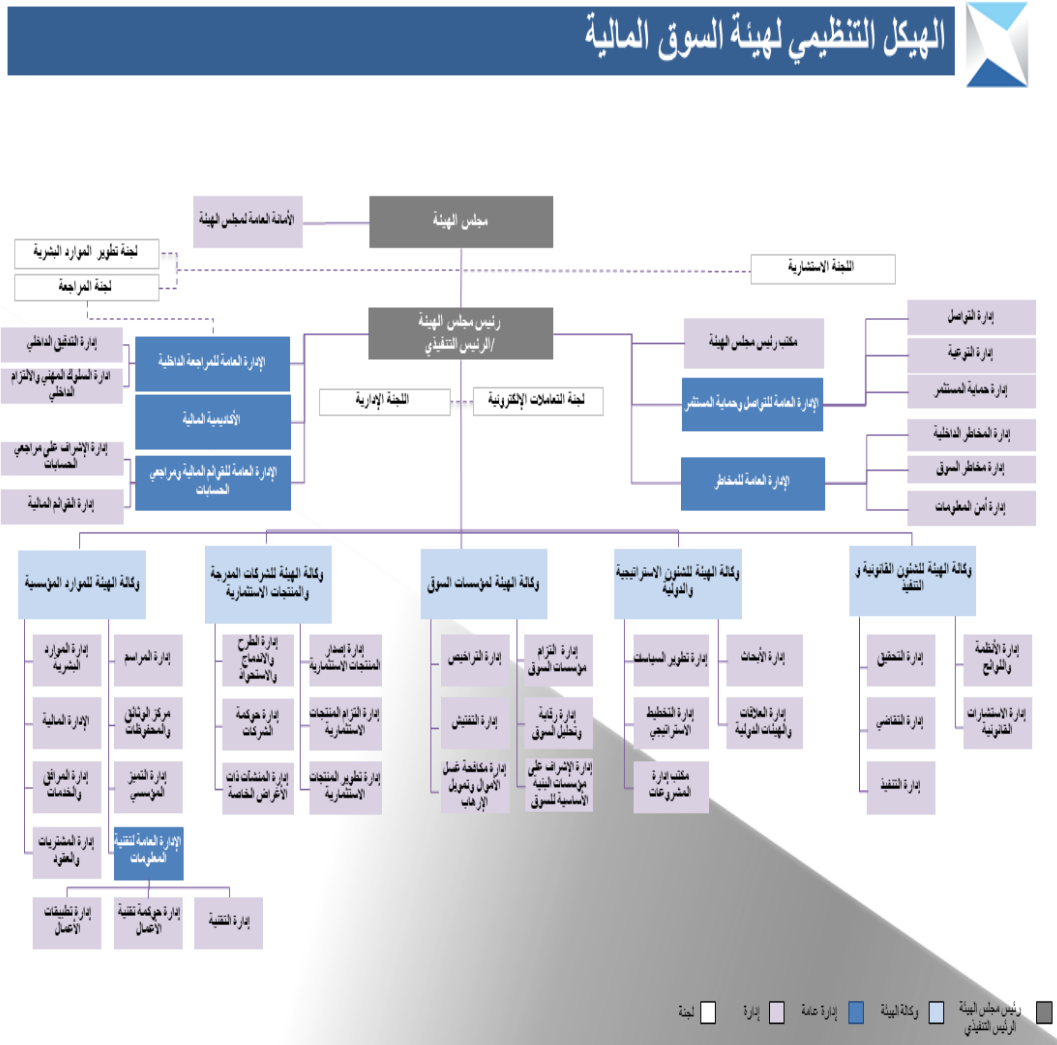
<sup>1</sup> بوشول سعيد، تكامل الأسواق المالية في إطار التكامل المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، الجزائر، العدد 06، 2015، ص 240.

<sup>2</sup> بشار ذنون محمد الشكرجي وميلدة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مجلة تنمية الراقدين، العراق، المجلد 30، العدد 89، 2008، ص 83.

<sup>3</sup> بن لكحل نوال، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، الجزائر، المجلد 02، العدد 13، 2015، ص 153.

عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن الشركات المساهمة المدرجة، وتشمل أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها.

ويوضح الشكل الموالي الهيكل التنظيمي و أهم ملامح نظام السوق المالي السعودي.  
الشكل رقم(19): الهيكل التنظيمي للسوق المالي السعودي



المصدر: موقع الرسمي للسوق المالي السعودي [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)

الفرع الثاني: أداء الأسواق المالية العربية محل دراسة

عندما نتحدث عن تطور أسواق الأوراق المالية قد نصطدم بعدم وجود مصطلح موحد ومقياس موحد لهذا التطور. سنحاول من خلال هذا العرض تقديم أكبر عدد ممكن من المؤشرات المتداولة في الأدبيات المالية. من بين المؤشرات التي يمكن أن تعطينا فكرة عن تطور الأسواق نجد: حجم السوق، رسملة السوق و سيولة السوق. إن استعمال أي مؤشر من هذه المؤشرات بمفرده قد لا يعطينا مقياسا دقيقا عن تطور السوق، فللاقترب أكثر للتقييم الدقيق لتطور السوق يجدر بنا أن نستعمل كل هذه

المؤشرات، وقد يكون للمؤشر الواحد عدة مقاييس فنحاول الإلمام بها جميعا لاستعمال أقصى حد من المعلومات التي تحويها هذه المقاييس. من الناحية الثانية قد لا يكون للمؤشرات نفس الاتجاه أي قد تتمتع سوق ما بمؤشر جيد دون الآخر حيث المؤشرات المختلفة تقيس جوانب مختلفة من تطور الأسواق.

#### أولا - حجم الأسواق المالية العربية محل دراسة:

عادة يقاس حجم الأسواق المالية بعدد الشركات المدرجة فيه، إذ يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى اتساع حجم السوق وتوسيع القاعدة الاستثمارية له وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظرا لتوافر وتنوع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، ونتيجة لهذا التعامل النشط بيعا وشراء ( في ظل توفر السيولة النقدية) فإن أي خلل في التوازن في معادلة العرض (أوامر البيع) والطلب (أوامر الشراء) عادة ما تسفر عن تغير طفيف في السعر، وهو ما يعني تقليل حجم الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت وحماية مؤشر السوق من الانهيار. كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يؤثر على زيادة الاستثمارات والذي من شأنه أن يزيد من كفاءة السوق في حين أن انخفاض عدد الشركات المدرجة أو نمو عددها بمعدل سلبي يؤدي إلى محدودية السوق وإمكانية حدوث اختلال في التوازن بين العرض والطلب بالإضافة إلى إمكانية حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار وهذا ما يؤثر سلبا على درجة كفاءة السوق المالي. بالاعتماد على البيانات الموجودة في النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي يمكن رصد تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية محل دراسة (بورصة عمان، السوق المالية السعودية، البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء) خلال خمس سنوات (من 2014 إلى غاية 2018) من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(09): تطور عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية محل دراسة.

السنوات	2014	2015	2016	2017	2018
بورصة عمان	236	228	224	194	196
السوق المالية السعودية	166	172	176	188	198
البورصة المصرية	215	222	222	257	156
بورصة الدار البيضاء	75	75	75	74	75

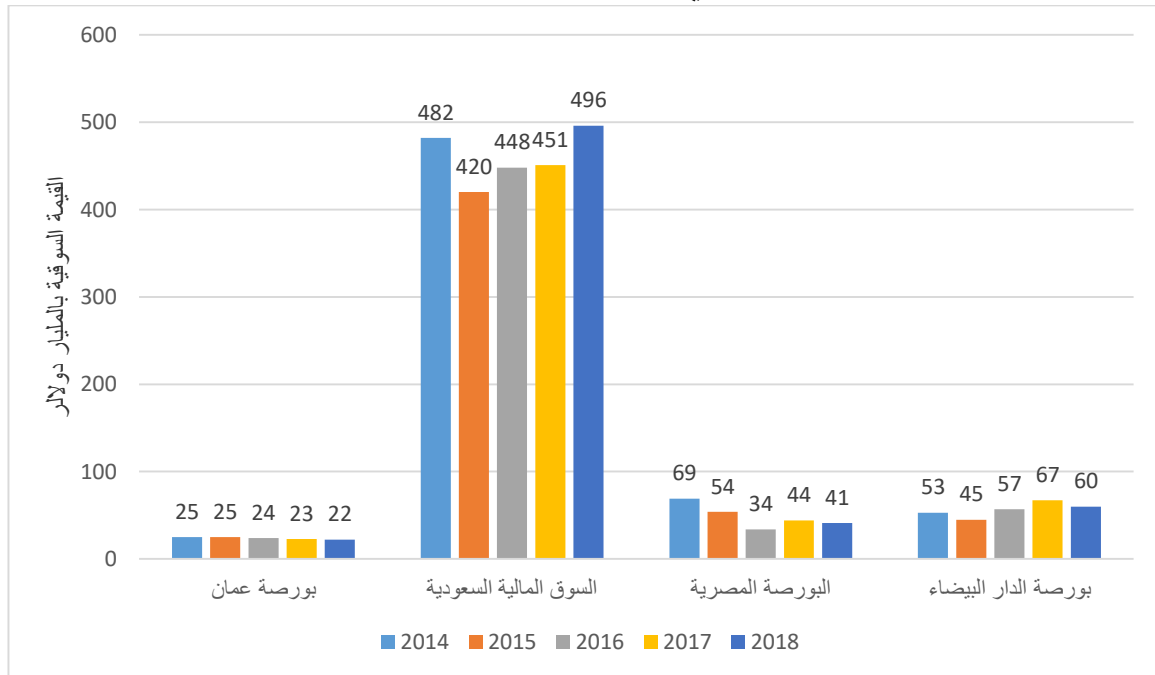
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

من خلال الجدول السابق نلاحظ تزايد في عدد الشركات المدرجة في كل من السوق المالية السعودية والبورصة المصرية، وبالرغم من هذا التطور الايجابي ، إلا أن هذا العدد يبقى منخفض إذا ما قورن مع عدد الشركات المدرجة في بورصات الدول المتقدمة، إلا أنه يعتبر مؤشر ايجابي ، حيث أنه كلما ارتفع عدد الشركات المدرجة في السوق، كلما اتسع حجم السوق وكلما أدى ذلك إلى زيادة كفاءته. فحين أن عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ظلت تقريبا ثابتة طيلة السنوات الخمس مقدره بحوالي 75 شركة، أما بورصة عمان فقد شهدت تراجع في عدد الشركات من 236 شركة سنة 2014 إلى 196 شركة سنة 2018.

### ثانيا - القيمة السوقية:

تستعمل القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، ويركز معظم المحللين الاقتصاديين على أن هذا المؤشر يرتبط ارتباطا وثيقا بتعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما معا. حيث أنه من بين الآثار الايجابية لاتساع حجم السوق توسيع القاعدة الاستثمارية والسماح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين. ويظهر الشكل التالي تطور القيمة السوقية ( رأس المال السوقي) في الأسواق المالية العربية محل دراسة (بورصة عمان، السوق المالية السعودية، البورصة المصرية وبورصة الدار البيضاء) خلال خمس سنوات ( من 2014 إلى غاية 2018) اعتمادا على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الشكل رقم(20): تطور القيمة السوقية في الأسواق المالية العربية محل دراسة من 2014 إلى 2018.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

من خلال الشكل السابق يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

1. بورصة عمان: وفيما يتعلق بالقيمة السوقية، وانعكاساً للتراجع المحقق في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة انخفاضا من نحو 25 مليار دولار بنهاية 2014 لتصل إلى نحو 22.7 مليار دولار بنهاية 2018 .
2. السوق المالية السعودية: باعتبارها أكبر سوق مالي عربي من حيث القيمة السوقية، شهدت قيمتها سنة 2015 انخفاضا واضح وذلك راجع إلى أزمة انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية والتي انعكست على الدول المصدرة لهذه المادة الاستراتيجية، غير أنه وبدأ من سنة 2016 سجلت القيمة السوقية ارتفاعاً خلال الربع الرابع من 2016 بنحو 28 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 448.3 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2016 وبناءً على ذلك، ارتفع متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة بنهاية 2016 نحو 2.55 مليار دولار، لتواصل فيما بعد القيمة السوقية الإرتفاع لتصل بنهاية سنة 2018 إلى نحو 495.6 مليار دولار.
3. البورصة المصرية: فيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاساً للتراجع المسجل في مؤشرات الأسعار، سجلت هذه القيمة تراجعاً نتيجة تراجع الاستثمارات الأجنبية وتبلغ القيمة السوقية نحو 41.8 مليار دولار بنهاية ديسمبر 2018 ، الأمر الذي لا يعكس مكانة وتاريخ البورصة المصرية.
4. بورصة الدار البيضاء: وفيما يتعلق بالقيمة السوقية شهدت هذه القيمة تذبذب بين الإرتفاع والانخفاض، ولكن بسبب تراجع سعر الصرف أمام الدولار، تراجعت القيمة السوقية بنحو 0.9 مليار دولار، لتبلغ نحو 60.5 مليار دولار بنهاية عام 2018.

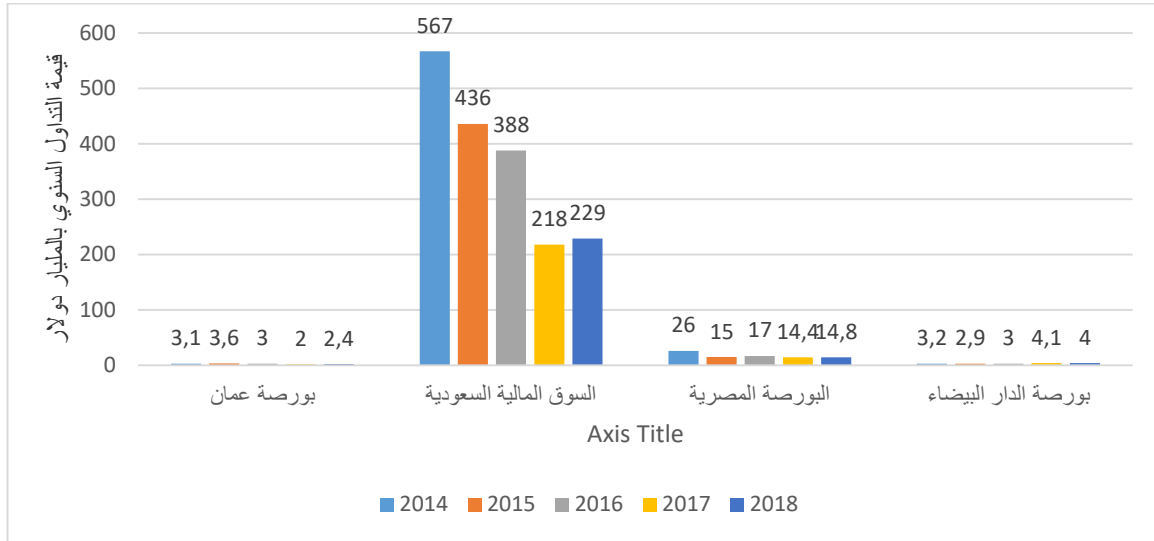
### ثالثاً: سيولة الأسواق العربية محل دراسة

يمكن قياس درجة سيولة السوق بالاعتماد على مؤشرين أساسيين هما:

- مؤشر حجم التداول : يعتبر من أهم المؤشرات تعبيراً عن سيولة السوق حيث يعبر عن حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق، حيث كلما تحسن هذا المؤشر كلما كان ذلك دليلاً واضحاً على سهولة عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مما يحسن من كفاءة السوق.
- مؤشر معدل دوران السهم : ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية ويشير إلى سيولة السوق المالي أيضاً، وكذلك يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة (أحجام التداول) مقسومة على القيمة السوقية ( رأس المال السوقي) فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر ليشير بدوره إلى ارتفاع درجة سيولة السوق المالي مما يحسن من درجة الكفاءته.

نستخدم في هذه الدراسة لغرض معرفة مستوى السيولة في الأسواق العربية محل الدراسة مؤشر تطور قيمة التداول الأوراق المالية والتي سوف نمثلها ببيانيا في الشكل الموالي:

الشكل رقم (21): مستوى السيولة في الأسواق العربية محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

من خلال الشكل السابق يمكن الخروج بالملاحظات التالية:

- بورصة عمان: فيما يخص نشاط التداول، عرفت الخمس سنوات تراجعاً طفيفاً في أحجام التداول، حيث انخفضت قيمة التداول من 3,1 مليار دولار سنة 2014 إلى 2,4 مليار دولار سنة 2018.
- السوق المالية السعودية: وفيما يتعلق بنشاط التداول، سجلت السوق المالية السعودية تراجعاً كبيراً في أحجام التداول، حيث انخفضت قيمة التداول من حوالي 567 مليار دولار سنة 2014 إلى حوالي 230 مليار دولار سنة 2018.
- البورصة المصرية: وعلى صعيد نشاط التداول خلال الخمس سنوات بالبورصة المصرية، عرفت أحجام التداول انخفاً من حوالي 26 مليار دولار سنة 2014 إلى حوالي 14,8 مليار دولار سنة 2018 ناتج بشكل كبير عن تراجع التدفقات النقدية للمستثمرين الأجانب.
- بورصة الدار البيضاء: على عكس الأسواق العربية الأخرى شهدت أحجام التداولات في بورصة الدار البيضاء ارتفاعاً محسوساً من حوالي 3,2 مليار دولار سنة 2014 إلى حوالي 4 مليار دولار سنة 2018، وبلغت أعلى قيمة لها سنة 2017 بـ 4,1 مليار دولار.

### المطلب الثالث: استخدام تحليل الموجات في دراسة تكامل الأسواق المالية العربية

أخذت الاتجاهات الحديثة للأسواق المالية العالمية في الانفتاح ورفع درجة التحرر المالي ومن ثم زيادة حركة التدفقات النقدية، والسبب في ذلك ظهور العولمة المالية والتكنولوجيا الحديثة والثورة المعلوماتية، وأيضاً بسبب هذه التغيرات أصبحت عملية انتقال الأموال أكثر سرعة وبأقل التكاليف، ولذلك أصبح الاقتصاد العالمي نظام مالي جديد تترتب عنه حاجة إلى قنوات ومسارات اتصال تلبية طموح المستثمر، فكان الاندماج المشترك والربط بين الكثير من أسواق المالية العالمية هو البداية المطلوبة ومن ثم بدأ التفكير بالأسلوب الأعمق وهو التكامل بينهما. بالنسبة إلى الأسواق المالية العربية فإنها لم تكن

بعيدة عن هذا التحول، فأخذت الكثير من الدول العربية على عاتقها الاهتمام بأسواقها بشكل أفضل وما يتناسب مع المرحلة الجديدة وأصبحت عملية التكامل بين أسواق المال العربية ضرورة ملحة وهدف مطلوب كحد أدنى للتكامل الاقتصادي العربي بشكله الواسع، وذلك من أجل الوصول إلى حلول كثيرة والتخلص من العوائق التي لازمت أسواق المال العربية المجزأة، ومواكبة العولمة المالية والتصدي للأزمات المالية التي أصبحت تهدد الأسواق المالية<sup>1</sup>. من جانب آخر، فإن الموجات هي عبارة عن أداة رياضية تستخدم كتحويل لعمليات الإشارة signal processing وتقليل التلوث ومعالجة القيم الشاذة ومن ثم تقدير المعلمات، وسميت بالموجة لتموجها أعلى وأسفل المحور الأفقي على شكل ذبذبات طفيفة مقارنة بدالة الجيب التي تعتبر موجة كبيرة، حيث تعد نظرية الموجة من النظريات الحديثة والمهمة ذات الاستخدامات الواسعة والمختلفة في شتى المجالات النظرية والتطبيقية، نشأت وتطورت في نهاية القرن الماضي مع تطور علوم ونظريات الحاسوب والرياضيات<sup>2</sup>، والمجال الاقتصادي والمالي ومجال التنبؤات في سوق الأسهم والتوقعات في أسواق الأوراق المالية المختلفة.

لقد تغلب تحليل الموجات على عيوب الطرق التقليدية المعروفة في تحليل السلاسل الزمنية، كما يدعم تحليل الموجات اختلاف وتيرة البيانات وعدم ثبات نمطها وتغيراتها المفاجئة. فتحليل الموجة لديه القدرة على تمثيل البيانات المعقدة للغاية وهذا أمر مفيد جدا بالاقتصاد والمال كما ذكرنا بالأعلى، لأن مجموعة البيانات ليست ثابتة بالضرورة، ولا يكون معروف العلاقة بينها على وجه الدقة، كذلك تفيد المحللين الماليين في عملية وضع استراتيجية لتنويع عناصر المحفظة الاستثمارية، فيتمكن المستثمرين من تحسين عائدات الأسهم وتقليل المخاطر من خلال تنويع الأسهم المختلفة ذات الارتباط المنخفض، أما الأسهم ذات الارتباط المرتفع ليست المفضلة من أجل بناء محفظة مثلى، كما يمكن تحليل العلاقات التي تربط اقتصاد أكثر من دولة، وتلك التي تربط قطاع اقتصادي بعينه بأكثر من دولة.

### الفرع الأول: منهجية الدراسة

يعد التحويل الموجي من أكثر التقنيات تقدماً في مجال معالجة الإشارة، بواسطته يمكننا إعادة تمثيل الإشارة بمستويات مختلفة الميز، إذ إن كل مستوي يتكون من إشارة تقريبية متوسطة، وإشارة أخرى تسمى الإشارة التفصيلية، ومن ثم يمكن إعادة تحليل الإشارة التقريبية في مستوي محدد إلى إشارة تقريبية جديدة وإشارة تفصيلية، وهكذا دواليك للوصول إلى مستوي التحليل المناسب. يمكن استخدام هذه المستويات المختلفة من التمثيل لإنجاز معظم مهمات معالجة الإشارة الأساسية مثل الضغط، وإزالة الضجيج أو تحسين الإشارات المسجلة أو الصور المستحصلة بالطرائق المختلف<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> على رشيد حسن الربيعي وحمد زاوي، التكامل بين الأسواق المالية العربية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص 84.

<sup>2</sup> طه حسين علي وناواز شهاب محمد، استخدام التقليل الموجي في كشف ومعالجة القيم الشاذة في تحليل الإنحدار الخطي ومقارنته مع بعض الطرائق الحصينة، مجلة زانكو للعلوم الإنسانية، المجلد 5، العدد 21، العراق، 2017، ص 39.

<sup>3</sup> ياسر سعيد خضراء، اختيار الموجة الأم المناسبة للتحويل الموجي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الهندسية، المجلد 32، العدد 2، 2016، ص 71.



## 1. لمحة تاريخية عن المويجات:

في سنة 1807 برهن العالم فورييه بأنه يمكن تمثيل كل إشارة دورية لمجموع دوال مثلثية وعممها بالإشارات الغير دورية وهذا ما يعرف بتحويل فورييه الذي عالج كل الإشارات المستقرة ولم يستطيع معالجة الإشارات الغير مستقرة. وفي سنة 1946 اعتبر العالم غابور أن تحويل فورييه ذو توافق لمعالجة الإشارات الغير مستقرة ولاكن هذا التحويل لم يكن دقيقاً، فلجأ إلى توابع المويجات لبناء تحويل رياضي يعالج الإشارات الغير مستقرة بدقة. وقدم عالم الرياضيات Haar أول شكل للموجة عام 1909، مع أن مفهوم الموجة لم يكن موجوداً في ذلك الوقت. وفي عام 1984 طرح كل من Alex Grossman, Jean Morlet تسمية الموجة، وحتى عام 1985 كانت موجة Haar هي الموجة الوحيدة المعروفة، حيث كانت الأبحاث مستمرة لإيجاد أنواع أخرى من المويجات، فاقترح العالم الرياضي Yves Meyer الموجة الثانية التي سميت بإسمه أيضاً "موجة Meyer"، وسرعان ما زاد اهتمام الكثير من العلماء في هذا الحقل، وفي عام 1987 عقد أول لقاء دولي بهذا الخصوص. وفي العام 1988 اقترح كل من Stephane Mallat و Meyer مفهوم التحليل متعدد الميز. وفي العام ذاته، اقترحت Daubechies طريقة نظامية لبناء المويجات، وفي عام 1989 اقترح Mallat ما يسمى بتحويل الموجة، ومنذ ظهور خوارزمية تحويل الموجة أصبح لها تطبيقات كثيرة في مجال معالجة الإشارة.

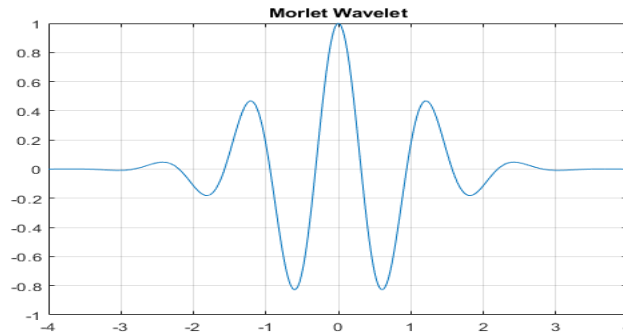
## 2. مفهوم المويجات:

الموجة (Wavelet) أو الموجة الصغيرة Smal Wave عبارة عن دوال رياضية تستخدم لتجزئة البيانات إلى مركبات تردد مختلفة، ودراسة كل مركب مع تصميم جديد (Resolution) ملائم عند كل قياس. إلى جانب ذلك، فهي تمثل أداة مميزة وتقنية فعالة وقوية لتمثيل وتحليل الإشارات، وقد تطورت في العقدين الماضيين بشكل كبير جداً نتيجة التطور الكبير الحاصل في الحاسبات الالكترونية، وتختلف هذه الأداة عن باقي التقنيات من خلال طريقة تركيز البيانات في مستوى (الزمن-التردد) متفوقاً على طريقة فورييه التي تحلل المعلومات في ظل التردد فقط. من جانب آخر يعد موضوع تحليل السلاسل الزمنية من المواضيع الحيوية التي اتسعت تطبيقاتها بشكل كبير، فلا نجد مجالاً علمياً أو تقنياً يخلو منها، ويهتم عادة بدراسة الظواهر أو المتغيرات التي تتغير بتغير الزمن، ويعد موضوع الترشيح (Filtering) أحد المحاور الهامة التي يهتم موضوع تحليل السلاسل الزمنية بدراستها وقد لاحظنا مؤخراً استخدام التحويل الموجي بشكل فعال في مجال تحليل السلاسل الزمنية، حيث أن تحليل السلسلة الزمنية له أهمية كبيرة في دراسة سلوك الظواهر المختلفة ويمثل قاعدة مهمة للعديد من المجالات مثل التنبؤ (Forecasting).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سارة عبد الحسين بندر، قياس كفاءة مرشحات التحليل الموجي في تحليل السلاسل الزمنية، أطروحة دكتوراه، جامعة ميسان، العراق، 2019، ص 02.

بسبب تأثر مشاهدات السلسلة الزمنية بعدد من العوامل الطبيعية المجهولة إضافة إلى العوامل الشخصية، فإن هذه المشاهدات تحتوي على نسبة معينة من التلوث أو الضوضاء (Noise) و هو عبارة عن بيانات غير مرغوب فيها تشوب الإشارة وغالبا ما تكون ذات قيمة صغيرة وترددات عالية وبالتالي تشوه المشاهدات الحقيقية وتسبب صعوبة في عملية تحليل مشاهدات السلسلة الزمنية كالتشخيص والتقدير والتنبؤ في ظل وجود الضوضاء. ويوجد أنواع عديدة من التوابع الموجية الأساسية، أو ما يطلق عليها بالموجبات الأم التي يمكن استخدامها كأساس في التحويل الموجي، على سبيل المثال، يبين الشكل أدناه نموذجا احتمالا للموجة، تعرف بموجة مورليه:

الشكل رقم(22): موجة Morlet



### 3. تحويل الموجات والتحليل متعدد الميز (الدقة) Multiresolution analysis:

إن تحليل الإشارات غير المستقرة باستخدام تحويل فوريي FT أو حتى تحويل فورييه القصير الأمد لا يعطي نتائج مرضية. ويمكننا الحصول على نتائج أفضل باستخدام تحليل الموجة. أحد فوائد استخدام تحليل الموجة في القدرة على إنجاز تحليل موضعي للإشارة، ففي بعض التطبيقات نحن بحاجة إلى معرفة معلومات عن التردد بالإضافة إلى معلومات زمنية في الوقت ذاته.

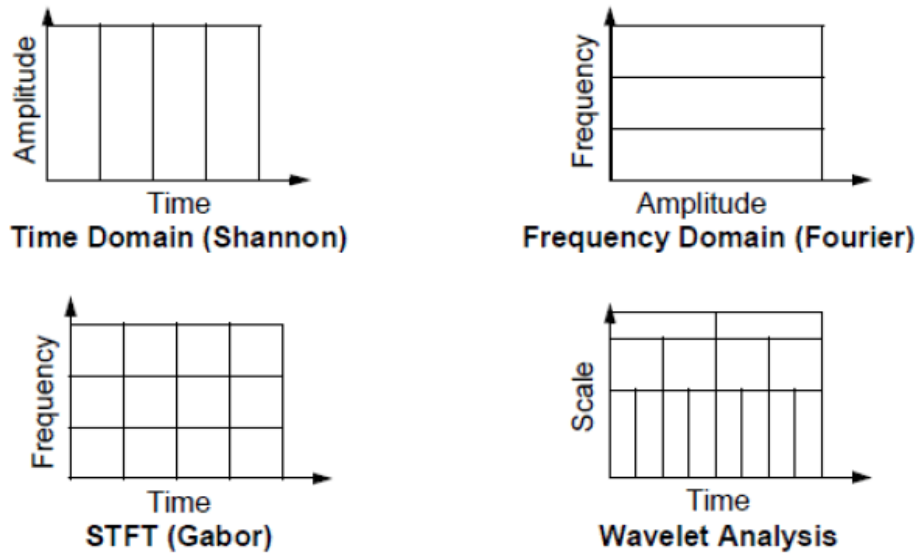
بإمكان تحليل الموجة أن يكشف خواص مميزة للإشارة لا يمكن كشفها بأية طريقة تحليل أخرى، مثل الميول ونقاط الانهيار والتوقف وغيرها. يستطيع تحويل الموجة أيضا إنجاز التحليل المتعدد الميز الذي لا يستطيع تحويل فورييه إنجازه، فمقارنة مع تحويل فورييه، يعتمد تحويل الموجة على موجة صغيرة محدودة (تسمى الموجة) تقدم امتيازات لا يستطيع تحويل فورييه تقديمها.

يحسب تحليل الموجة الترابط بين الإشارة المراد اختبارها وتابع يسمى بتابع الموجة  $\Psi(t)$ ، حيث يجري حساب التقارب بين الإشارة المختبرة وتابع موجة التحليل في حالة فترات زمنية مختلفة بشكل منفصل، ليعطي نتيجة ممثلة بفضاء ثنائي البعد. نسمي تابع موجة التحليل  $\Psi(t)$  بالموجة الأم. بالمقارنة مع تحويل فورييه فإنه يمكن اختيار تابع التحليل في تحويل الموجة بحرية أكثر، دون الحاجة مثلا إلى استخدام التوابع الجيبية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> آلاء الجيلو، تحسين الكلام والتخلص من الضجيج باستخدام الموجات، رسالة ماجستير، المعهد العالي للعلوم التطبيقية والتكنولوجيا، سوريا، 2015، ص 06.

يمكن اعتبار الموجة صنفاً من الدوال التي تستخدم لإيجاد إشارات معروفة في كل من مجالى الفضاء والقياس (space and scale) وبسبب هذه الميزة أخذت تحويلات الموجة حيزاً واسعاً باهتمام الكثير من الباحثين وذلك لملائمتها لكثير من الظواهر ولمختلف المجالات منها معالجة الإشارة وتشفير الصور والتحليلات العددية وتحسين الصورة وأزالة الضوضاء عن الإشارات وتحليل إشارات الزلازل وضغط الصور الرقمية. حيث ظهرت المعلومات والتحديدات داخل الصور في الترددات العالية بينما توجد المعلومات ذات الخاصية البعيدة عن تحديدات الحافات (smoothing) في الترددات الواطئة للصورة، ويمكن الاستفادة من الخصائص الرياضية للموجة مثلاً في عملية ضغط الصور.<sup>1</sup> والشكل الموالي يوضح الفرق بين تحويل فورييه وتحويل الموجة:

الشكل رقم(23): مقارنة بين تحويل فورييه وتحويل الموجة



المصدر: بالإعتماد على الموقع [www.programmersought.com](http://www.programmersought.com)

#### 4. تماسك الموجات wavelet coherence:

لنتمكن من دراسة التفاعل بين سلسلتين زمنيتين، نحتاج إلى استخدام إطار ثنائي المتغيرات يسمى تماسك الموجات. لتحديد تماسك الموجات، لابد من حساب تقاطع تحويل الموجات  $W_n^{XY}(s)$  وتقاطع قوة الموجات. إذ يعبر رياضياً عن تقاطع تحويل الموجات بالمعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$W_n^{XY}(s) = W_n^X(s)W_n^{Y*}(s)$$

حيث  $W_n^X(s)$  و  $W_n^Y(s)$  تمثل التحويل المويجي المستمر لسلسلتين الزمنيتين X و Y على التوالي،

و \* يشير إلى مقلوب العدد المركب. فحين يتم حساب تقاطع قوة الموجات بـ  $|W_n^{XY}|$ .

<sup>1</sup> وليد سلمان عبد زيد، ضغط صورة واسترجاعها باستخدام طريقة التحويل المويجي، رسالة ماجستير، جامعة القادسية، 2014، ص 19.

<sup>2</sup> Somayah Mohammadi & all, Co-movement among industry indices of Tehran Stock Exchange, Wavelet Coherence approach, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, No. 3, 2016, page 548.

يمكن لتماسك الموجات أن يكشف عن مناطق في الفضاء الترددي الزمني حيث تتحرك السلاسل الزمنية التي تم فحصها معاً، ولكن ليس بالضرورة أن تكون لها قوة مشتركة عالية، لذلك يتم اللجوء إلى حساب تماسك الموجات المربعة المقترح من طرف (Torrence and Webster (1999)، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$R_n^2(s) = \frac{|S(s^{-1}W_n^{XY}(s))|^2}{S(s^{-1}|W_n^X(s)|^2) * S(s^{-1}|W_n^Y(s)|^2)}$$

حيث S هي مقياس التنعيم (smoothing parameter)، ويقع معامل تماسك الموجات المربعة في النطاق  $0 < R_n^2(s) < 1$  حيث إن القيم القريبة من الصفر تشير إلى ضعف الارتباط، في حين أن القيم القريبة من واحدة تقدم دليلاً على وجود ارتباط قوي. وبالتالي، يقيس تماسك الموجات المربع الارتباط الخطي المكاني بين سلسلتين زمنيتين مستقرتين في كل مقياس (scale) بالنسبة للزمن.<sup>2</sup>

#### الفرع الثاني: نتائج الدراسة

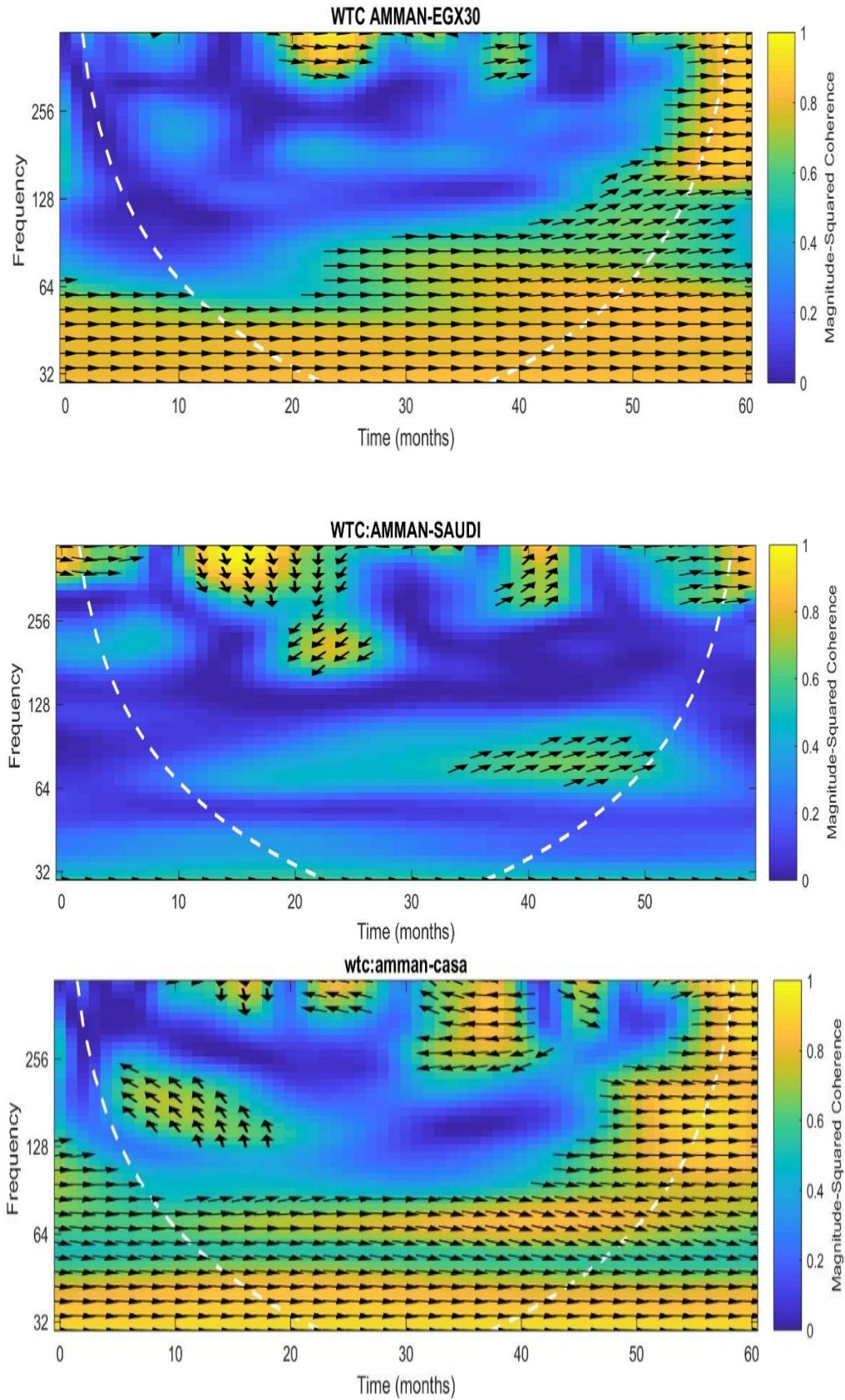
البيانات المستخدمة في هذه الدراسة تتكون من الأسعار الشهرية لمؤشرات أربع أسواق المالية عربية رئيسية ( السوق المالية السعودية، سوق عمان للأوراق المالية، البورصة المصرية و بورصة الدار البيضاء)، للفترة الممتدة من جانفي 2014 إلى غاية ديسمبر 2018، حيث تم جمع هذه البيانات اعتماداً على الموقع التالي: [www.investing.com](http://www.investing.com). تجدر الإشارة إلى أنه تم الإستعانة بالأسعار الشهرية لمؤشرات الأسواق المالية وذلك من أجل تقادي مشكل عدم تماثل تواريخ التداول في البورصات الأربعة، كما أن الأسعار اليومية والأسبوعية لمؤشرات الأسهم قد تحتوى على الكثير من التشويش (الضجيج). لدراسة مستوى الحركة المشتركة بين كل مؤشر من أسواق الأسهم العربية سواء على المدى القصير أو على المدى الطويل، نستخدم نموذج تماسك الموجات. يتم استخدام هذا نهج لالتقاط الاعتماد المتبادل عبر الزمن والترددات، يتم تمثيل الزمن على المحور الأفقي (60 شهر)، بينما الترددات (فترة الارتباط بالأيام) على المحور العامودي.

نظراً لوجود 4 سلاسل زمنية في مجموعة بياناتنا (تتضمن أهم مؤشرات الأسهم لكل من: سوق عمان للأوراق المالية، بورصة الدار البيضاء، مؤشر EGX30 بالبورصة المصرية والسوق المالية السعودية) يتم الكشف عن التماسك الموجي لكل مؤشرين على حدى للحصول على الأشكال التالية:

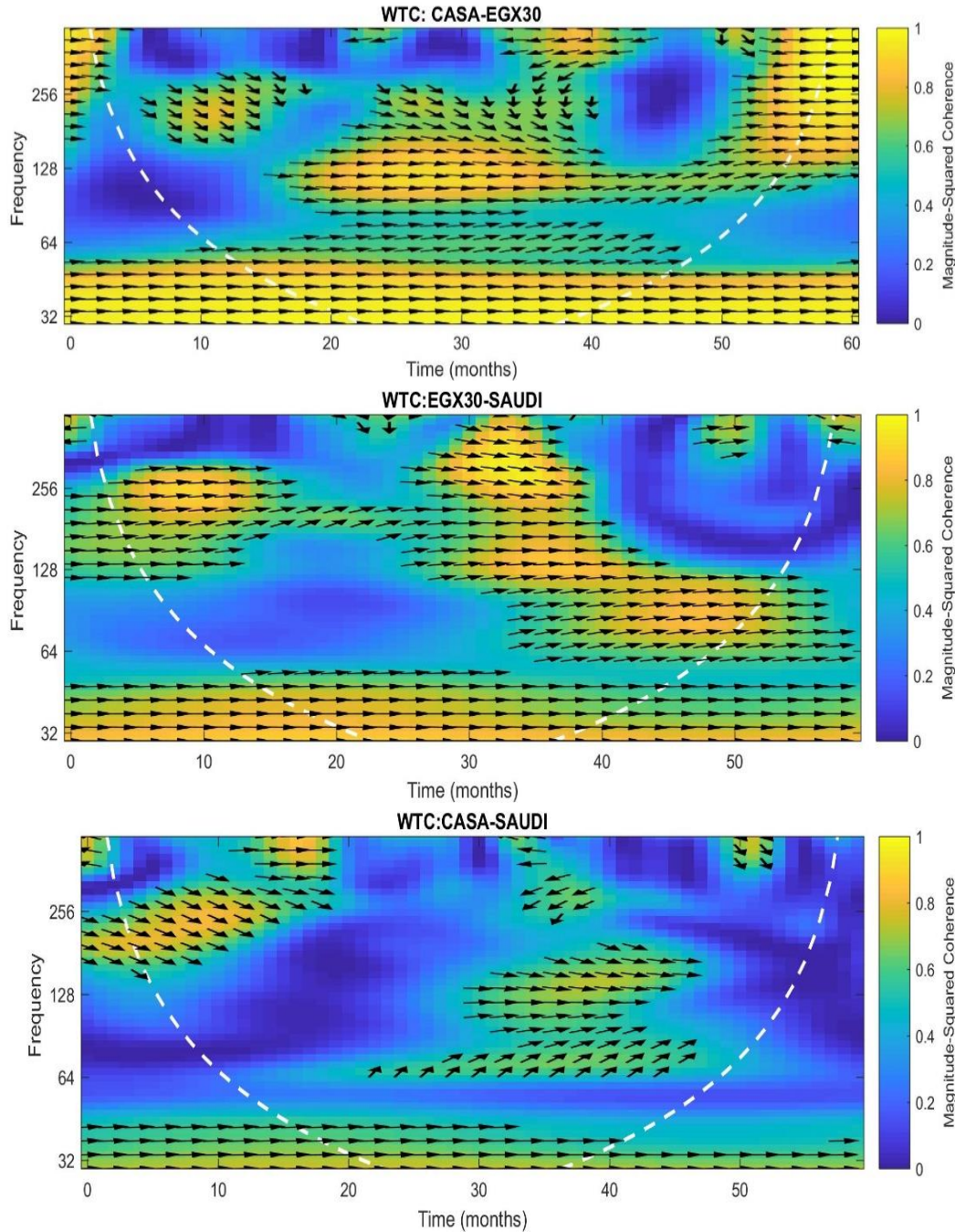
<sup>1</sup> Salem Hathroubi & Chaker Aloui, On the interaction between remittance outflows and the Saudi Arabian macro-economy: new evidence from the wavelets, Economic Modelling, volume 59, 2016, page 39.

<sup>2</sup> Lukas Vacha, Jozef Barunik, Co-movement of energy commodities revisited: Evidence from wavelet coherence analysis, Elsevier, 2012, page: 06.

الشكل رقم (24): التماسك الموجي لمؤشرات الأسواق العربية من جانفي 2014 إلى ديسمبر 2018







المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج MATLAB.

يتم تفسير الرسومات البيانية على النحو التالي:

تمثل درجة اتساق تماسك الموجات بين السلسلتين الزمنية عن طريق الألوان، حيث يمثل اللون الأصفر أعلى درجة الترابط بين المتغيرين، فيما يمثل اللون الأزرق غياب لأي نوع من الترابط. وفي نفس السياق، ولتفسير طبيعة العلاقة بين المتغيرات بشكل أكثر تفصيل تم استخدام في الرسم البياني إتجاه الأسهم كعامل مفسر إضافي، فعندما يكون السهم متجه نحو اليمين يشير ذلك إلى وجود علاقة طردية بين السلسلتين، فحين عندما يكون السهم متجه إلى اليسار فذلك يشير إلى وجود علاقة عكسية.

وعندما يتم يتوجه السهم لأعلى أو لأسفل، فهذا يعني أن سلسلة واحدة أكثر تقلبًا من الأخرى والعكس صحيح، كما يمكن تفسير اتجاه السهم لأعلى بقيادة السلسلة  $x$  للسلسلة  $y$ ، وعكس صحيح في حال اتجاه السهم لأسفل. من جانب آخر يشير الخط المتقطع في الوسط إلى المنطقة ذات الدلالة الاحصائية (والمعبر عنها بنسبة 5%).

من خلال الشكل السابق نلاحظ وجود علاقة ارتباط وثيق وطردية على المدى القصير في السنوات الخمس الأخير (2014-2018) في أغلب الحالات ما عدا العلاقة بين سوق عمان للأوراق المالية والسوق المالية السعودية ودرجة أقل بين بورصة الدار البيضاء والسوق المالية السعودية.

بدأ من سنة 2016 نلاحظ ببداية تكون علاقة طردية بين المؤشرات على المدى المتوسط مع اتجاه الأسهم أحيانا نحو الأعلى وأحيانا أخرى نحو الأسفل وهو ما يكشف وجود تفاعل ثنائي بين المتغيرات. أما على المدى البعيد (بدأ من 256 يوم فما فوق) نحلاظ أيضا بداية ظهور ارتباط بين الأسواق بين الفترة والأخرة، ومن هنا ندرك أهمية استخدام نموذج يعتمد على التحليل الترددي الزمني مقارنة بالنماذج التقليدية السابقة.

وإعتدا على ما سبق من ملاحظات، يمكن استنتاج أن أفضل الطرق للاستفادة من ايجابيات التنوع الاستثماري الدولي سواء على المدى القصير، المتوسط والطويل في الأسواق العربية تتمثل في تكوين محافظ تشمل أوراق مالية مدرجة في كل من بورصة الدار البيضاء والسوق المالية السعودية في نفس الوقت وذلك لقلّة درجة الارتباط بينها بشكل عام، كما يمكن القيام بذلك أيضا بين سوق عمان للأوراق المالية والسوق المالية السعودية ولاكن مع درجة مخاطر أعلى من سابقتها.



## خاتمة الفصل:

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تحوي ضمن أصولها وأدواتها الاستثمارية تشكيلة تتميز بالتنوع والتميز، وبألية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر أو مالك المحفظة أو مديرها، وبعبارة أخرى نقول أنها التشكيلة التي تحقق أكبر عائد ممكن مع أدنى مخاطرة. و من أهم الاستراتيجيات المستخدمة في هذا الاطار اسراتيجية التنوع المحلي بين مؤشرات سوق مالي واحد، أو استراتيجية التنوع الدولي بين أسواق مالية متواجدة في دول مختلف، لآكن بشرط عدم وجود أي علاقة ترابط بينها أو تبعية بعضها لبعض.

يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنوع قد ينجح، ليس فقط في التخلص من المخاطر غير النظامية (الخاصة)، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة (النظامية). إذ يعتبر أفضل استثمار مقترح هو ذلك الإستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العائد المتوقع من ورائه وبين معدل المتوقع من الإستثمارات القائمة بالفعل ارتباط سالب. وفي البحوث الحديثة تم دراسة هذا النموذج في شكله الساكن ( Static Model ) والديناميكي ( Dynamics Model ) المعمول به في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية العالمية لكن بإحداث تغيير على قيود النموذج حسب متطلبات الدراسة، وهو ما يمثل حقلا خصبا للقيام بالمزيد من البحوث في هذا المجال مستقبلا. فتحليل الموجة من التقنيات الحديثة التي لديها القدرة على تمثيل البيانات المعقدة للغاية وهذا أمر يفيد المحللين الماليين في عملية وضع استراتيجية لتنوع عناصر المحفظة الاستثمارية، وبالتالي تمكين المستثمرين من تحسين عائدات وتقليل المخاطر.

# الخاتمة العامة

مع التطور الحاصل في أسواق المال العالمية، والدور الهام الذي تقوم به في تعبئة المدخرات وتوجيهها في القنوات الاستثمارية، وتوفير الفرص الاستثمار للطلاب والعرضيين للأموال، وهذا في وجود مناخ استثماري محفز، وآليات وقوانين منظمة للتعاملات في الأسواق المالية، كما أدى تطوير وتنوع للأدوات المالية المتداولة إلى توفير المزيد من الاختيارات والتفضيلات للراغبين للاستثمار فيها، وهذا ما إنعكس بالإيجاب في جذب واستيعاب المزيد من الأموال المعروضة للاستثمار وفق آليات مختلفة ومتعددة من أهمها تكوين محفظة الأوراق المالية والصناديق الاستثمارية.

حيث يعد موضوع محافظ المالية من المواضيع الهامة في عالم الإستثمار، إذ حضي بالاهتمام من قبل العديد من الكتاب المعاصرين، و يعتبر من المواضيع التي أظهرت إستجابة للاحتياجات المتزايدة من قبل المستثمرين، الذين يبحثون عن سبل و أدوات تحقق لهم أقصى عائد ممكن بأقل درجة مخاطرة، مما أدى بهم لتوظيف أموالهم ضمن محافظ مالية وذلك لما توفره هذه الأخيرة من مزايا لصالح المستثمر. وقد أكدت الدراسات المختلفة في مجال الاستثمار المالي أهمية المحافظ الاستثمارية في زيادة حجم الاستثمار في الأسواق المالية وتنوع الأشطة وتفاعلها بحيث تساهم في تنشيط السوق، فالمحفظة تحقق لصاحبها دخلا مستقرا وزيادة في رأس المال إذا ارتفعت أسعار بعض الأوراق المالية وتحقق للسوق المالية التفاعل والنشاط، وتحقق للأخريين كالمساسة والعاملين في المجال المالي فرص العمل، لأن كل محفظة مالية تحتاج لعدد من الموظفين لإدارتها و حساب عائداتها ومتابعة تحصيل الأرباح و العوائد. ومن أجل فهم أفضل لموضوع الدراسة كان علينا أولا البحث عن فهم عام وتأسيس موضوع الاستثمار، والسبيل للوصول لهذا الفهم، يكون من خلال الدراسة التأصيلية للنظريات الاقتصادية لمفهوم الاستثمار، الذي يعتبر كأحد المتغيرات الاقتصادية الذي له بالغ الأهمية في التنمية الاقتصادية وهو متغير خطير إذا لم يحسن استخدامه على أحسن وجه، لأنه مرتبط أشد الارتباط بالدخل القومي وتراكم رأس المال، وهذا ما أكدت عليه أغلبية النظريات الاقتصادية القديمة والحديثة.

كما أدى ظهور الاستثمار الأجنبي (المباشر وغير المباشر) وتدويل الأسواق المالية الكبرى إلى التقارب المتراد للاقتصاديات الوطنية، وخلق ارتباط وثيق بين الأسواق المالية بشكل متفاوت من نطاق جغرافي لآخر، بحيث أصبحت رؤوس الأموال الأجنبية تلعب الدور الأساسي في بعض البورصات الكبرى، وتغيرت نتيجة لذلك نظرة المحللين لمفهوم البورصة والمتغيرات المؤثرة على التسعير بها ومن ثم على هياكل النماذج وطرق التقييم بالبورصة (تقييم الأصول ومحافظ الأصول المسعرة في البورصة)، وظهرت نتيجة لهذا التغيير مجموعة من النظريات المحافظ المالية حملت بعض التغييرات على النظريات الكلاسيكية لتسيير تلك المحافظ، وهي البعد الدولي للمحافظ المالية. ونظرا لما خلفته العولمة من آثار على الأسواق المالية، أصبحت هذه الأخيرة تبحث عن توسيع نطاق التداول بغرض تخفيض المخاطر التي تتعرض لها، إضافة إلى تحقيق ما يسمى بالتكامل المالي، ويتجلى ذلك عن طريق وسائل وآليات من خلال الربط بين الأسواق المالية، والتي هي عبارة عن ظاهرة عرفها العالم بعد أن تم إلغاء الحواجز على المستوى العالمي.

من خلال ما تم طرحه وكخاتمة لموضوع دراستنا يمكننا القول بأن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة لأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتها كما تسهل للشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة. وبشكل عام يمكن تلخيص أهم النتائج التي جاءت بها هذه الدراسة في النقاط التالية:

- للسوق المالية دور فعال في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار، وذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار وبالتالي جذب المستثمرين وزيادة حجم التداول، ما من شأنه تنشيط حركة السوق.
- ترتبط محفظة الأوراق المالية بإدارة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال وذلك من خلال عمليات التداول لهذه الأوراق المالية لتحقيق عائد معين يتناسب والمخاطرة المصاحبة للاستثمار، والهدف منها توزيع مخاطر الاستثمار على عدد من الأوراق المالية عن طريق آليات مختلفة أهمها التنوع.
- لتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الإعتبارات العامة والإدارية والفنية، ككفاءة أسواق رأس المال، إتجاهات أسعار الفائدة على القروض، معدل التضخم، والقوي الشرائية للنقود، الحالة الإقتصادية العامة للدولة، حجم الإدخار الوطني وظروف الشركات المصدرة للأوراق المالية في الماضي و الحاضر، والتي تعتبر ضرورية لتقييم البدائل الإستثمارية المتاحة بدقة.
- يعتبر التنوع إستراتيجية تستخدم في تشكيل الحافظة المالية، بحيث يعمل التنوع الجيد على تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها المحفظة دون أن يحدث ذلك تأثير عكسي على العائد، إذ يقوم التنوع القطاعي المحلي على تدنئة المخاطر غير النظامية، ولكن يبقى النوع الثاني من المخاطر والمتمثلة في المخاطر النظامية وهي تلك الناجمة عن التضخم وسعر الفائدة والتي تؤثر على جميع الأوراق المالية دون استثناء، وبالتالي من أجل تجاوز المخاطر النظامية يلجأ المستثمر إلى تكوين المحفظة الدولية، أين تنتوع فيها العوائد والمخاطر بين البلدان.
- تمثل الأسهم أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية و هي حق شائع للمساهم في جزء من رأسمال الشركة، وقد تكون حصة نقدية أو عينية، كما أن الأسهم تتفرع إلى أنواع عديدة لاعتبارات مختلفة وخصائص متنوعة وحقوق قانونية ومالية.
- السندات أوراق مالية تثبت ديناً في ذمة الجهة التي أصدرتها، و تثبت لحاملها حق الحصول على فوائد، واسترداد قيمتها عند موعد استحقاقها، كما أن السندات لها أنواع كثيرة بحسب عدة تصنيفات مختلفة، وأيضاً تتصف بخصائص عامة وأخرى منفردة حسب نوع السند و لحملتها حقوقاً كغيرها من الأوراق المالية.
- تستند عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم على مجموعة من الأسس أو العناصر التي ينبغي على المستثمر التوفيق بينها، والتي تتمثل في العائد المتوقع للاستثمار ودرجة المخاطرة المتوقعة، إذ إن

- الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة يبني على أساس العائد ودرجة المخاطرة المتوقعة عن كل بديل بالإضافة إلى المدة الزمنية للاستثمار وأيضا تحديد الوقت المناسب للاستثمار؛
- أدت الأدوات المالية المشتقة دورا كبيرا في التغلب على معظم المخاطر التي يواجهها المستثمرون سواء على مستوى السوق المنظم وغير المنظم، وأن تغطية هذه المخاطر مرتبط بنوعية الخطر والأداة المالية والمشتقة الملائمة لتغطيته، إضافة إلى نوع سوق التداول (منظم و غير منظم)؛
  - تعتبر الصكوك الإسلامية كإحدى الأدوات المالية الحديثة المتوافقة مع أحكام الشريعة، تصدر وفق ضوابط وآلية خاصة بها ولها أنواع عديدة، مما ساهم في نموها وازدهارها عن طريق إصدارها من قبل الحكومات والشركات وبالتالي توفير الأموال المطلوبة لإنجاز المشاريع الاستثمارية؛
  - كان لدور الصكوك الأثر الإيجابي في تنشيط وتفعيل الأسواق المالية، من حيث حجم الإصدار أو الأنواع المختلفة للصكوك المصدرة، وهو الأمر الذي أثبتته أغلب الدراسات؛
  - عدم صحة عقود المشتقات المالية التقليدية من الناحية الشرعية وذلك لما يشوبها من مخالفات ومحاذير شرعية كثيرة، مما يستدع تنقيتها من كافة المخالفات الشرعية للاستفادة منها في التحوط، مع ضرورة تطوير مشتقات مالية إسلامية يمكن استخدامها في التحوط من تقلبات الأسعار، وذلك من خلال دراسة عقود المشتقات التقليدية المستخدمة للتحوط، ومحاولة وضع البدائل الشرعية لتلك العقود مثل: عقد السلم والاستصناع، بيع العربون... الخ، أو استحداث عقود جديدة لتحقيق غرض التحوط وإدارة المخاطر؛
  - إن تعبئة المدخرات وكفاءة توزيعها على المشروعات الاستثمارية، تتطلب وجود أسواق مالية كفؤة ومستقرة ومزودة بأدوات وأنظمة معلومات حديثة وكذا قطاع مصرفي محكم؛
  - وجود نظام رقابة داخلي بالشركات يتميز بالكفاءة بالإضافة إلى التزام بقواعد ومبادئ حوكمة الشركات، واحتواء تقرير المدقق على توصيات من المستشارين الماليين، ووجود ملاحظات عن مدى كفاية ومناسبة الإفصاح، يعتبر ذا أهمية للمستثمر؛
  - الأزمة المالية العالمية نشأت أساسا من عدم رشادة الأسواق في توجيه الأموال لمسارها الصحيح، وذلك نتيجة نقص وعي بعض المستثمرين في تقييم الأصول الرأسمالية المراد الاستثمار فيها من جهة، وتجاهل قواعد الاستثمار للعارفين بها من جهة أخرى نتيجة بحثهم عن الربح السريع مما يدخلهم في عمليات مضاربة ترفع الأسعار دون تبرير منطقي لهذا الارتفاع.
  - المالية السلوكية ساهمت في تسليط الضوء وتفسير الكثير من التشوهات التي يقف وراءها سلوك بشري غير عقلاني وتقديم منظور جديد لسلوك الأفراد في أسواق المال والمؤسسات على حد سواء وذلك من خلال الجمع بين النظرية المالية وعلم النفس، غير أنها لم تقدم بعد حولا لهذه الانحرافات فهي لا تزال مستمرة في الحدوث ولا تزال تسبب أزمات واختلالات في أسواق المال، صحيح أن بعض التشوهات قد اختفت بمجرد اكتشافها على غرار كل من أثر جانبي وأثرنهاية الأسبوع، فالمالية السلوكية تراهن على قيام المستثمرين بتصحيح سلوكياتهم غير العقلانية مباشرة بعد إدراكها، غير أنه

وفي المقابل لا تزال الانحرافات الأخرى لم تختف بعد على الرغم من كثرة الحديث عنها، كسلوك القطيع والارتكاز على الإشاعات وتبسيط عملية اتخاذ القرار، ويمكن القول في هذه الحالة أن الهيئة المشرفة على السوق يمكن أن تلعب دور في السيطرة إلى حد ما على هذه الانحرافات عن طريق التنظيمات والتشريعات، ومدى التطبيق الجيد للحوكمة لأن التطبيق الجيد لها يقلل من الوقوع في الأزمات ويزيد من كفاءة الأسواق المالية.

- السوق المالية الإسلامية جزء رئيسي من منظومة الاقتصاد الإسلامي، حيث أن وجود سوق مالية إسلامية منظمة هو أمر ضروري لدعم المصارف الإسلامية وتطويرها، خاصة مع توافر مقومات إقامتها لدى البلاد الإسلامية، ويتطلب هذا الأمر زيادة المعروض من الأدوات المالية الإسلامية.

- السوق المالية الإسلامية تعتبر البديل الشرعي الذي يمكن أن يحل محل السوق المالي التقليدي، وذلك نظرا لتوافر مقومات إقامتها ووجود إمكانية قيامها بالإعتماد على الأدوات المالية المباحة شرعا والتي من أهمها صكوك، واستنادا لقواعد وضوابط تحكم نشاطها من شبهة القمار والربا، والمهم أنها تعكس الأسعار الحقيقية للاستثمارات؛

- ينبغ أن تلتزم السوق المالية الإسلامية بالضوابط الشرعية والأخلاقية، بحيث تكون كل الصفقات والمعاملات التي تتم فيها منضبطة بالضوابط الشرعية ومتوافقة مع معايير الأخلاق المالية الإسلامية، ولذلك يتوجب أن تكون خالية من جميع الانحرافات والممارسات الأخلاقية السائدة في الأسواق المالية التقليدية، لما لها من أضرار جسيمة بالمتعاملين وبالسوق، ولأجل ذلك فهي تخضع لهيئة الرقابة الشرعية للتأكد من خلوها من كافة المحضورات الشرعية وضمان التزامها بأحكام وقواعد الشريعة في جميع معاملاتها؛

- لقد أنشئت المؤشرات الإسلامية لأسواق الأوراق المالية للأشخاص الراغبين في الاستثمار وفق توجهات الاقتصاد الإسلامي، وهي مؤشرات تدير علي خطى الأسهم الخاضعة للشريعة الإسلامية في جميع أنحاء العالم، ومن أهمها مؤشرات داو جونز للسوق المالية الإسلامية التي صدرت لتكون أول مؤشر معياري للاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم، حيث تقوم بقياس الأداء الاستثماري لشركات عالمية تعمل في أنشطة مباحة وذات أغراض وأهداف مشروعة، ولا تستثمر أموالها في صناعات تخالف الشريعة الإسلامية كصناعة الكحوليات أو التبغ؛

- إن سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا سوق يعمل وفق التشريعات والتعليمات الخاصة به والمستمدة من الشريعة الإسلامية والتي تختلف عن تلك الخاصة بالسوق التقليدي، وبالرغم من ذلك فإن سوق رأس المال الإسلامي غير مستقل عن السوق التقليدية فهو يعتمد على سوق رأس المال التقليدي في كثير من الأمور التي تتعارض مع الشريعة الإسلامية وذلك بحكم خضوع كلا من السوقيين لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية ووزارة المالية الماليزية، وهذا يعزز قبول الفرضية القائلة بوجود اختلاف بين نظرية عمل سوق الأوراق المالية الإسلامية والتطبيق الفعلي

- للنظرية، ويعزى ذلك إلى التزام سوق رأس المال الإسلامي بالسياسات المالية والنقدية المتبعة في ماليزيا والتي تصدر عن وزارة المالية الماليزية، وبالتالي فهو يعمل في بيئة ربوية؛
- تميزت التجربة الماليزية في إصدار الصكوك الإسلامية بالنجاح الكبير وهو ما أضفى عليها بلا ريب بأن تكون مركز المالية الإسلامية في العالم، وإنشائها تقسم سوق الأوراق المالية الإسلامية يتم إصدار وتداول للأدوات المالية الإسلامية فيها، كان له دور في تنشيط وزيادة إجمالي إصدارات وتداول الصكوك في السوق المالية الماليزية؛
  - حسب اختبار الاستقرارية تبين أن جميع المؤشرات المدروسة في بورصة ماليزيا تتمتع بالكفاءة عند مستوى ضعيف، غير أنها تؤول للاستقرار بأخذ الفروق الأولى، مما يعني أنها متكاملة من نفس الدرجة، وبالتركيز على نتيجة المؤشرات الإسلامية، فإن إنشاء سوق مالية إسلامية تتصف بالمصادقية الشرعية متوقف على تحقق مجموعة من الشروط الأساسية والضوابط بما يحقق لها الكفاءة، وهي عوامل تتوفر في بورصة ماليزيا إلى حد كبير.
  - السوق الماليزي من خلال المؤشر التقليدي كفاء عند المستوى الضعيف وهو ما يعزى إلى تبني استراتيجيات الهندسة المالية في السوق، كما أن السوق الماليزي في ماليزيا كذلك كفاء عند المستوى الضعيف، وهو ما يفسر بتبني مفاهيم الهندسة المالية الإسلامية لبناء محفظة التحوط للحد من المخاطر المالية ؛
  - أظهرت اختبارات التكامل المشترك لجوهنسن عدم وجود علاقة تكاملية مشتركة على المدى الطويل بالنسبة للمؤشرات محل الدراسة، و لهذه النتيجة تأثير مهم على قرارات التنوع الاستثماري على المدى الطويل؛
  - على العكس من اختبار التكامل المشترك طويل الأجل، فقد تبين من نتائج اختبار غرانجر وجود روابط السببية سواء بين المؤشرات الإسلامية فيما بينها أو مع المؤشرات التقليدية، وهو أمر يشير إلى التأثير المتبادل بين المؤشرات (التقليدية والإسلامية)؛
  - ضعف تكامل الأسواق المالية يمكن أن يؤدي إلى عدم التماثل في الأسعار وعوائدها، مما يتيح لبعض المستثمرين فرص لتحقيق عوائد غير عادية من خلال تنوع محافظهم في الأسواق الغير متكاملة، لذلك يصبح الحصول على المعلومات عن الخصائص العشوائية لسلوك المؤشرات السعيرية مطلباً ضرورياً في بناء وتكوين المحافظ الاستثمارية؛
  - تتميز الأسواق المالية العربية إجمالاً بخصوصية نابعة أساساً من النظام الاقتصادي لهذه الدول، حيث تعتبر دول حديثة العهد بالانفتاح على الأسواق المالية العالمية، لذلك فإن تأسيس وتطوير أسواق مالية فيها جاء كمرحلة ضرورية لتنفيذ هذه السياسة الاقتصادية، وبالرغم من الجهود المبذولة من قبل هذه الدول من أجل تطوير أسواقها المالية، إلا أنها بقيت تتميز بخصائص تعتبر سمات مشتركة بين أسواقها تتمثل أساساً في: صغر حجم السوق وضيق نطاقه سواء من ناحية الرسمة السوقية أو من خلال عدد الشركات المقيدة، بالإضافة لإنخفاض عدد الأدوات الاستثمارية المتاحة؛



- كما أن السرد النظري لتطور الأسواق المالية العربية أثبت أنها تتميز بمجموعة من المخاطر، تتمثل في المخاطر المتعلقة بالأوضاع الاقتصادية والسياسية والاجتماعية العامة، كالاختلالات الهيكلية للاقتصاد، وعدم استقرار السياسة النقدية، وعدم الاستقرار السياسي، وكذا غياب الأمن القانوني في الدول العربية. وكذا مخاطر متعلقة بهيكل السوق المالي في حد ذاته، كتخلف الأطر التشريعية والمؤسسية، وضعف الإفصاح المالي؛
  - من خلال استقرار تطور هذه الأسواق وتحليل أدائها، تبين لنا أنها تتعرض إلى مخاطر مشتركة تتمثل في انخفاض القيمة السوقية، تذبذب الأسعار، انخفاض المردودية، وضعف السيولة، وكل هذه العوامل تؤثر سلباً على قيمة الأصول المتداولة فيها؛
  - تشير النتائج التجريبية لهذه الدراسة إلى أن بعض أسواق الأسهم العربية تتكامل مع بعضها البعض، وبعضها الآخر غير متكامل. هذه النتائج التجريبية لها العديد من الآثار المهمة فيما يتعلق بتنوع المحافظ، وهذا يعني أن إمكانات المستثمرين في الحصول على أرباح غير طبيعية من خلال تنوع المحافظ محدودة، والسبب في ذلك هو أنه مع اندماج أسواق الأسهم العربية بشكل خاص على المدى القصير، فإن الأرباح غير العادية سيتم تحكيمها على المدى القصير. ومع ذلك، لا يزال بإمكان المستثمرين تحقيق أرباح من خلال تنوع المحفظة في الأسواق العربية على المدى الطويل؛
  - تكامل البورصات العربية ركيزة لا غني عنها في بناء اقتصاد عربي متكامل، ذلك لما يوفره من سيولة مالية لازمة لعمليات التبادل التجاري والتي تعمل بدورها على تعميق العلاقات الاقتصادية العربية، إلى جانب أنه يسمح بتيسير انتقال رؤوس الأموال العربية داخل الوطن العربي ما يشجع على قيام استثمارات عربية بينية ويؤدي إلى تعميم مجالات التعاون بين الدول العربية؛
  - وبالرغم من التفاوت الموجود بين البورصات العربية من حيث الأداء ودرجة الإنفتاح (على بعضها البعض أو على باقي البورصات العالمية)، إلا أنها تتشابه إلى حد كبير في أهم خصائصها مثل عدم قدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة وتدني قيمتها ما يعكس الحجم الفعلي لهذه الأسواق ودرجة نشاطها، إضافة إلى قلة الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتنوع محافظهم، وارتفاع درجة التركيز في كل البورصات العربية نتيجة لقلة الأسهم ذات الجاذبية. وتتميز كذلك أغلب البورصات العربية بتدني عدد الشركات المدرجة بها ما يرفع من فرص التقلبات الغير المبررة في الأسعار، لاسيما مع الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للإفصاح المالي وفي نظم الرقابة، الأمر الذي أدى إلى هجرة أموالها نحو بورصات عالمية أكثر تقدماً.
- بناء على النتائج المتوصل إليها يمكن صياغة عدد من التوصيات والمقترحات التي تساهم في تحسين أداء المحافظ الاستثمارية في تخصيص استثماراتها، وكذا المساهم في تطوير الجانب التنظيمي والعملية للأسواق المالية، لاسيما الأسواق الإسلامية والعربية منها:

- يجب على المستثمر أن يتمتع بالسلوك العقلاني، وأن لاينجر وراء الإشاعات والمعلومات الخاطئة والمضللة (سلوك القطيع)، حتى لا يكون سبب في تشوه السوق المالي، نتيجة ما يصدره من قرارات خاطئة؛
- الاهتمام بالظروف المحيطة باتخاذ قرار الاستثمار المالي والتي من بينها ظروف المخاطرة ، من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة، وعليه فتحليل المخاطرة يمكن أن يكون له الأثر الايجابي على إتخاذ قرار الاستثمار؛
- استخدام الطرق العلمية المتطورة في تسعير الأصول الرأسمالية كنموذج التسعير المتقدم والذي يعمل على تقييم المخاطر المحيطة بالاستثمار المالي، ووضع سعر لها يستخدم كمعدل عائد موازي لدرجة المخاطرة،
- قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأصول المالية، يجب على المستثمرين صناعة قراراتهم بناء على المعلومات المالية للسوق ودراسة مختلف التشوهات المحتمل حدوثها، وكذلك تحليل ودراسة الجانب النفسي والاجتماعي بما يتوافق مع ما جاءت به النظرية المالية السلوكية؛
- توصي الدراسة الباحثين في الصناعة المالية الإسلامية أن يعملوا على تطوير أدوات مالية إسلامية وذلك باستحداث أدوات مالية جديدة خاصة ولا يكتفوا بتكييف الأدوات المالية التقليدية وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، لجذب أكثر المستثمرين للمشاركة في الصناعة المالية وكذا تطوير سوق رأس المال الإسلامي بشكل أكثر واقعية.
- إجراء الدراسات والبحوث في مجال المعاملات المعاصرة والأسواق المالية العالمية وتقييمها من الناحية الشرعية للاستفادة منها، مما يوافق الشرع ولتعديل ما يمكن تعديله من معاملات أو إيجاد بدائل شرعية لها لتعميق الوعي بالأدوات الشرعية في الأسواق المالية، وكذلك توجيه الباحثين في العلوم الاقتصادية نحو الإمام بدراسة المعاملات في الفقه الإسلامي لوضع منهج نظري وعملي متكامل للاستثمار في الأسواق المالية.
- بالنسبة للباحثين نوصي بمحاولة استخدام وتطوير الطرق المقترحة ضمن الدارسة في تكوين المحافظ الاستثمارية للوصول لنتائج مرضية يمكن الاعتماد عليها في عملية انتقاء الأسهم المكونة للمحفظة المثلي وتحديد الأوزان النسبية لكل سهم ضمن المحفظة، كما نوصي بضرورة إعطاء الأهمية الكافية للدراسات القياسية والتنبؤية بما يخص مختلف الظواهر الاقتصادية والاهتمام بالطرق الكمية لقياس المخاطر وتحليلها ولقياس العائد على الاستثمار في الأسواق المالية وتحركاتها المستقبلية.
- كما نوصي باستخدام كل أساليب التنبؤ سواء التي تم استخدامها خلال الدراسة أو التي لم تستخدم لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات والمؤشرات على مستوى مؤشرات السوق، أداء المحافظ الاستثمارية وعلى مستوى الشركات المساهمة أيضاً، فمن خلال هذه النماذج يستطيع المستثمر تشكيل محفظته على نحو آمن، حيث يستطيع أن يحكم بوساطتها مثلاً أي الشركات

- أكثر تأثراً وحساسية للأخبار السيئة وأياً أقل حساسية، وما سيكون عليه حال استثماره في المستقبل سواء القريب أو البعيد؛
- إتاحة كل البيانات للمستثمرين عند كل إصدار جديد، ودعم جهود الإفصاح والشفافية لدى الشركات المدرجة بما يضمن العدالة في نشر المعلومات؛
- ضرورة استقلال السوق الأوراق المالية الإسلامية عن السوق للأوراق المالية التقليدية الحالية لضمان التزام أنشطتها بأحكام الشريعة الإسلامية الغراء بشكل خاص وتجاوز حالات اللبس فيها؛
- ضرورة التعاون بين هيئة الأوراق المالية الماليزية وهيئات الأوراق المالية في الدول الأخرى لاسيما في دول الشرق الأوسط، عن طريق نقل تجربتها لضمان تطوير سوق رأس المال الإسلامي وتدعيمه على المستوى العالمي في المستقبل؛
- العمل على تعزيز الروابط القانونية والفنية والتكنولوجية بين الأسواق المالية الإسلامية في الدول الإسلامية، ومنح كافة الصلاحيات اللازمة لهيئات الفتوى والرقابة الشرعية لزيادة فعاليتها والقيام بواجبها على أكمل وجه وبحيادية تامة، وفي هذا السياق فإنه يتعين وضع معايير خاصة لاختيار أعضاء الهيئة، وصياغة قوانين وقواعد وضوابط أساسية لتنظيم مهنة الفتوى والرقابة الشرعية.

#### أفاق البحث

- لقد ظهر إلى جانب المالية السلوكية في محاولة لتفسير اختلالات سوق المال اتجاه بحثي آخر يشكك في نظرية الكفاءة يطلق عليه اسم الاقتصاد التجريبي (L'économie expérimentale) يقوم على إعادة اختبار ما توصلت إليه النظرية الاقتصادية من خلال إجراء تجارب مخبرية، وقد حاز مؤسسه أيضا فرنون سميث Vernon Smith على جائزة نوبل للاقتصاد عام 2002، لذا يمكن أن يشكل هذا الاتجاه بدوره موضوعا خصبا للبحث.
- دور الأدوات المالية الإسلامية في تحقيق كفاءة الأسواق المالية العربية.
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية؛
- القيام بدراسة نفس الموضوع خلال فترة الأزمة المالية؛
- محفظة الأوراق المالية من المنظور الإسلامي من حيث مكوناتها وطريقة تسيرها.
- دراسة كفاءة السوق المالي الماليزي عند المستوى المتوسط والقوي؛
- استخدام أسلوب تحليل الموجات متعدد المتغيرات (عكس الأسلوب الثنائي) بالاستعانة بالمصفوفات.
- سبل إستفادة بورصة الجزائر من التجارب الإسلامية والعربية في مجال تنشيط والرفع من كفاءة السوق المالي.

# القائمة المراجع

## المراجع بالعربية:

### الكتب:

1. ابن منظور، لسان العرب، المجلد الثاني، دار صادر، الطبعة الأولى، بيروت، 1990.
2. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 2006.
3. اسلام عبد الجواد وآخرون. مدخل إلى علم التمويل. جامعة النجاح الوطنية. نابلس. فلسطين. 2002.
4. أمين السيد، أحمد لطفي، المحاسبة على الأسهم والسندات المتداولة في بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
5. أنطوان الناشف و خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الطبعة الثانية، 2000.
6. ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
7. تايه النعيمي - د. أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
8. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر الجزائر، 2002.
9. حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد و محفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية، دار زهران، الأردن، 2013.
10. حسين علي بن هاني، الأسواق المالية: طبيعتها - تنظيمها - أدواتها، الطبعة الأولى، دار الكندي للنشر والتوزيع، 2014.
11. حمدي عبد العظيم. اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم. المكتب الجامعي الحديث. القاهرة. 2012.
12. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، دار المعترف، 2004.
13. خالد أحمد فرحان المشهداني، رند عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام، الأردن، 2013.
14. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوي العلمية، 2016.
15. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
16. ديما وليد حنا الربضي، الأسواق المالية: تركيبها؛ كفاءتها؛ سيولتها والتجربة العربية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأردن، 2015.
17. راشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: اطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
18. رسمية قرياقص و عبد الغفار حنفي، أسواق المال، دار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
19. رسمية قرياقص و عبد الغفار حنفي، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
20. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2008.
21. زياد رمضان: "مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005.
22. زيد أبو رضوان، شركة المساهمة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1983.
23. سامي حطاب. المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار. 2007.

24. سامي نجيب. الخطر والتأمين. دار النهضة العربية. القاهرة. 1997.
25. سعيد توفيق عبيد. الاستثمار في الأوراق المالية - مكتبة عين الشمس. 1998.
26. سليم علي الوردى. إدارة الخطر والتأمين. مكتبة التأمين العراقي. الطبعة الإلكترونية. 2016.
27. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
28. السيد سالم عرفة. إدارة المخاطر الاستثمارية. دار الحرية. 2002.
29. السيد عليوه. تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية. دار الأمين. 2006.
30. السيد متولي عبد القادر. الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. دار الفكر. الطبعة الأولى. 2010.
31. السيد محمد أحمد السريتي وأحمد فتحي خليل الخضراوي، الاقتصاد الدولي، دار فاروس العلمية، مصر، 2017.
32. السيدة عبد الفتاح إسماعيل وعبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
33. شرقي كريمة، قياس تأثير المشتقات المالية على كفاءة السوق المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013.
34. شريف محمد العمري ومحمد محمد عطا. الأصول العلمية والعملية للخطر والتأمين. الطبعة الأولى. 2012.
35. صالح محمد جابر، الاستثمار بالسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية- دار وائل للنشر، عمان، ط3، 2005.
36. صلاح الدين حسن السيسى، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، الطبعة الأولى، القاهرة، 2013.
37. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية مفاهيم وإدارة مخاطر ومحاسبة، الدار الجامعية، مصر، 2001.
38. عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
39. العامري محمد علي، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
40. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2010.
41. عبد الباسط كريم ميلود، تداول الأوراق المالية: دراسة قانونية مقارنة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2009.
42. عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المنشآت المتخصصة، المكتبة العصرية للنشر، مصر، 2009.
43. عبد الحميد محمود البعلي، المشتقات المالية في الممارسات العملية وفي الرؤية الشرعية، 1999.
44. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية. مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الاسكندرية، 1997.
45. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، 2005.
46. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، 2000.
47. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمار المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009.
48. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر عمان، 2010.
49. عبد الله بن حسين الموجان، العولمة الاقتصادية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز الكون، مكة المكرمة، 2004.
50. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف و الأسواق المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2004.
51. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر 2006.
52. عصام حسين. أسواق الأوراق المالية. دار أسامة. 2008.

53. علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، الطبعة الأولى، دار الاعصار ومكتبة المجتمع العربي، 2012.
54. عمر مصطفى جبر اسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
55. عمر مصطفى جبر اسماعيل، ضمانات الاستثمار في الفقه الإسلامي وتطبيقاتها المعاصرة، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
56. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
57. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد، الأردن، 2010.
58. فتحي سليم و زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
59. فركوس محمد. الموازنات التقديرية. ديوان المطبوعات الجامعية. 1995.
60. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث، إربد.
61. فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة، دار الثقافة، طبعة 01، عمان، 2006.
62. فيصل محمود الشاورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2008.
63. قاسم نايف علوان؛ ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، دار الثقافة ن ت؛ عمان؛ 2009.
64. كمال الدين الدهراوي ومحمد سرايا، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
65. مبارك بن سلمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، الطبعة الأولى، 2010.
66. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، 2005.
67. محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين الشمس، مصر
68. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
69. محمد شكري الجميل العدوي، أسهم الشركات التجارية في ميزان الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2011.
70. محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
71. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
72. محمد صالح الحناوي، جلال شموط: " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
73. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، الطبعة الثانية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
74. محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
75. محمد عمر باطويح. جدوى إنشاء إدارة للمخاطر في الشركات الاستثمارية. مكتبة آفاق.
76. محمد عمر عيدة، عبد الحميد محمد شعبان: تاريخ الفكر الاقتصادي، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون، القاهرة، 2009.
77. محمد فريد العريني، القانون التجاري (الشركات التجارية، شركات الأشخاص والأموال)، دار المطبوعات الجامعية، 1994.



78. محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000.
79. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دائل للنشر، عمان، ط1، 2005.
80. محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
81. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، بيروت، 2004.
82. محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، في، دور الصيرفة الإسلامية في تعبئة الموارد والأدوات المالية الإسلامية الحديثة، اتحاد المصارف العربية، بيروت - لبنان، 2005.
83. محمود علي السرطاوي، الضوابط المعيارية لصيغ الاستثمار في المؤسسات المالية الإسلامية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2015.
84. مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية البورصات و مشكلات في عالم النقد و المال، الجزء الأول، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
85. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، الطبعة الأولى، دمشق، 2009.
86. منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المصارف بالإسكندرية، 1993.
87. منير ابراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، توزيع منشأة المصارف، الاسكندرية، 1993.
88. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2008.
89. منير ابراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق رأس المال، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، 2011.
90. منير براهم الهندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010.
91. مهلمي عبد الحميد، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة والتوزيع والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2005.
92. نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة ومدى تأثر التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، 2012.
93. نهال فريد مصطفى وجمال ابراهيم العبد ومحمد الحناوي، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.
94. هبه عبد الحليم عبد ربه وأحمد علي بكري، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، دار الوفاء الدنيا للطباعة، الطبعة الأولى، 2015.
95. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2003.
96. وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2006.
97. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2014.

1. أحلام برحايلى و زوبير عياش. أثر العائد والمخاطرة على الإستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة :سوق الأسهم السعودي. حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية. العدد 20. 2017.
2. أحمد حسن علي، دراسة سلوك المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 26، 2018.
3. أحمد صبحي جميل. الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد 44. 2015.
4. أحمد منير النجار، عولمة الأسواق المالية وأثارها على تنمية الدول النامية، المؤتمر العلمي الرابع: الريادة والإبداع (استراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة)، جامعة فيلادلفيا، 2005.
5. أشرف محمد دوابه، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر (القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة) بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان بالمملكة الأردنية الهاشمية، 2009.
6. باسل الشاعر، "الأسواق المالية الإسلامية التوصيف الخصائص والحاجة"، المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، أوت 2017.
7. برارمة ريمة وحاج صحراوي حمودي، محاولة قياس اثر التشوهات اليومية والموسمية على عوائد الأسهم في اطار نظرية المالية السلوكية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02.
8. بركنو قوسام وبلحاج فتيحة، ارتباط الأسواق المالية العالمية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة الاقتصاد والاحصاء التطبيقي.
9. بشار ذنون محمد الشكرجي وميلدة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مجلة تنمية الرافدين، العراق، المجلد 30، العدد 89، 2008.
10. بلعوج بولعيد، العولمة المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة في الدول النامية، مجلة الإقتصاد والمجتمع، العدد 4، 2006.
11. بلحاج فتيحة، بركنو قوسام، ارتباط الأسواق المالية العالمية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية الراهنة : تحليل قياسي وفقا لأداء مؤشرات SP500 ، CAC40 ، SSEC خلال الفترة 1998 - 2015، مجلة الإقتصاد و الاحصاء التطبيقي، 2015.
12. بن الضيف محمد عدنان و ربيع المسعود، أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع..وراهنات المستقبل، سطيف.
13. بن زاير مبارك وبن زاير عبد الوهاب، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 01، 2017.
14. بن زواي محمد شريف ونشيش فتيحة، دور الأدوات المالية الإسلامية في الرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية، الملتقى العلمي الدولي الخامس: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصادات الدولية.
15. بن سانية عبد الرحمن ونعاس صلاح الدين وبن ضب علي، الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق رأس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، 2017.
16. بن فرج زويينة، متطلبات الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للبنوك وفق المعايير المحاسبية الدولية، مجلة العلوج الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد رقم: 15 - 2015.

17. بن لكحل نوال، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، الجزائر، المجلد 02، العدد 13، 2015.
18. بن موسى كمال. المحفظة الاستثمارية: تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. العدد 03. 2004.
19. بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية، 2009.
20. بو عبد الله علي، تطور إصدار الصكوك المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 14، 2015.
21. بوالكور نور الدين، تحليل الكفاءة الاقتصادية لبورصة عمان للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الخامس، العدد الأول، جوان 2018.
22. بوراس أحمد، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 01، 2002.
23. بوزمارن وسيلة، ناصر المهدي، تقويم التجربة الماليزية في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 16، المجلد 01، 2017.
24. بوشول سعيد، تكامل الأسواق المالية في إطار التكامل المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، الجزائر، العدد 06، 2015.
25. تحالفات أسواق الأوراق المالية والسبل الممكنة لإقامة سوق إسلامية للأوراق المالية وغرفة المقاصة للأسهم والسندات، تقرير دوري، مجلة التعاون الاقتصادي بين الدول الإسلامية، 2004.
26. جاب الله عادل رياض، انعكاسات العولمة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 7، العدد 15، 2011.
27. جبار محفوظ، العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 03، العدد 07، 2002.
28. جليل كاظم مدلول العارضي و زيد عبد الزهرة جعفر. ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى. مجلة الغرى للعلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد 14. العدد 38. 2016.
29. جمال لعمارة، المنتجات المالية كتطبيقات للعقود في الصناعة المالية الإسلامية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014.
30. جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحافظ الاستثمارية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، مجلد 03، العدد 02، 2017.
31. الجوزي جميلة و العمري صفية، اختبار فرضية كفاءة الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف: دراسة حالة الجزائر والمغرب وتونس، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 23، 2017.
32. حازم بدر الخطيب، دور وأهمية العائدات والأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 11، 2007.
33. حافظ عبد الناصر، استخدام أسعار الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية على عينة من الشركات العراقية، مجلة المحاسبة والمالية، العدد 17، 2011.
34. الحبيب زواوي ومريم نجاه نعاس، تحسين محفظة التنويع الدولي باستخدام خوارزميات مستعمرة النمل، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 01، 2020.

35. حسان خبايا، اختبار فرضية الصيغة الضعيفة للكفاية في بورصة دبي للأوراق المالية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد 09، العدد 01، 2011.
36. حسن شكري الشمري وحيدر حمودي علي، نظرية المالية السلوكية لإدارة المخاطر الفاعلة، مجلة المثني للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد 08، العدد 03، 2018.
37. حشايشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الأزمة المالية والإقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009.
38. حمد الكساسبة، الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي: ماهية السوق الإسلامية لرأس المال وإمكانية تطويرها"، ورقة عمل مقدمة ضمن ندوة: "التنمية من منظور إسلامي"، الأردن، 1991 .
39. حمزة بالي و مصعب بالي. إدارة مخاطر الاستثمار المالي. مجلة رؤى الاقتصادية. العدد 03. 2012.
40. حنان إبراهيم النجار، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي و متطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة و القانون، جامعي الإمارات العربية المتحدة، 2012.
41. خلف الله بن يوسف، أهمية الإفصاح والقياس المحاسبي في القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي وأثره على الممارسات المحاسبية في المؤسسات الاقتصادية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 02، العدد 03، 2017.
42. خيارى إيمان وبوداح عبد الجليل، تقدير العلاقة التكاملية بين أسواق المالية، مجلة المالية والأسواق، المجلد 3، العدد 1، 2016.
43. الداوي خيرة وبولرباح غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 07، ديسمبر 2017.
44. دلول عمار عبد الحسين، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية باستخدام نموذج التأكيد المعادل، دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81.
45. ديبيا محمد الديبان، المعاملات المالية في الفقه الإسلامي: أصالة ومعاصرة، المجلد العاشر، 2015.
46. راضية كروش؛ سعيدة تلي وعبد الغني دادن، عوائد المحفظة الدولية تحت تأثير تكامل الأسواق المالية: حالة مجموعة من الأسواق المتطورة، مجلة الباحث، العدد 16، 2016.
47. راضية كروش؛ عبد الغاني دادن ومحمد الأمين شربي، اختيار إمكانية الأسواق المالية الناشئة وأثر على عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الدولية، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 09، العدد 02، 2016.
48. رامي محمد محمد. تطبيق المبادئ العلمية لتكوين محافظ الاستثمار في المصارف التجارية السورية، مجلة جامعة تشرين لمبحوث والدراسات العلمية. المجلد 40. العدد 02.
49. زيمة مناع، أثر جودة المعلومة المالية والاقتصادية على استقرار النظام المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 01، 2014.
50. زهير غراية وعبد القادر بريش، تقييم المشتقات المالية وبناء محافظ التحوط، مجلة الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 10، العدد 19.
51. زواوي الحبيب ونعاس مريم نجاة، قياس أمثلية المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية، مجلة رؤى الاقتصادية، 2015.
52. زينة الأحمد ومهند الصالح، اختبار نموذج السير العشوائي على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 38، العدد 26، 2016.

53. سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد: دراسة تجربة الأسواق المالية العربية، مؤتمر سياسات التمويل وأثرها على المؤسسات والاقتصاديات، 2006.
54. سرمد كوكب الجميل، تطبيق نموذج تسعير الموجود الرأسمالي في سوق الأوراق المالية في الكويت، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 31. العدد 94. 2009.
55. سعدي هاجر؛ لعلام لامية، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية العقود المركبة نموذجاً، مؤتمر دولي، 2014.
56. سعيد بوهراوة، المالية الإسلامية: التطورات والخيارات، يوم دراسي حول التمويل الإسلامي، جامعة الأغواط، 2010.
57. سليمان الموصللي، حازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد 29 - العدد الثاني، 2013.
58. سليمان موصللي وحازم السمان، دراسة الكفاءة السعرية لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 02، 2013.
59. سليمان ناصر وربيعة بن زيد، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية ومدى إمكانية الاستفادة منها في الجزائر، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014.
60. سمير مصطفى شعراوي، مقدمة في التحليل الحديث للسلاسل الزمنية، مركز النشر العلمي، جدة، 2005.
61. شذى عبد الحسين الزبيدي، تحليل سلوك اسعار الأسهم باستعمال نموذج السير العشوائي، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 02، 2012.
62. شعيب يونس، عرض تجارب رائدة في إدماج المنتجات المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية حول: إشكالية إدماج المنتجات الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر العاصمة، 2015.
63. شعيب يونس، فعالية إدماج الصكوك الإسلامية في الأسواق المالية الناشئة - حالة سوق راس المال الماليزي، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2015.
64. شقيب عيسى وأزغار يحي، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، 2016.
65. شقيري نوري موسى وليد احمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد التاسع عشر، 2009.
66. شوقي بورقبة وسليمة حشايشي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، الملتقى الوطني الثاني حول: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الإقتصاد الجزائري، أفريل 2007.
67. شليق رابح، بن قايد الشيخ؛ دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، العدد الثالث، 2015.
68. صالح مفتاح؛ ريمة عمري، الهندسة المالية الإسلامية و دورها في التنمية المستدامة، ملتقى دولي، 2012.
69. صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
70. صديقي مليكة وبكروح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016.

71. صلاح الدين محمد أمين الامام وشيماء حمد شهاب، أثر العوامل السلوكية في مؤشرات تداول الأسهم، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 103، 2015.
72. ضيف الله محمد الهادي، أسس الإقصاد المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 06، العدد 01، 2013.
73. طه حسين علي وناواز شهاب محمد، استخدام التقليل الموجي في كشف ومعالجة القيم الشاذة في تحليل الإنحدار الخطي ومقارنته مع بعض الطرائق الحصينة، مجلة زانكو للعلوم الإنسانية، المجلد 5، العدد 21، العراق، 2017.
74. طهراوي أسماء وبن حبيب عبد الرزاق. إدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية في ظل معايير بازل. مجلة دراسات اقتصادية إسلامية. المجلد 19. العدد 01. 2013.
75. طولال لطيفة، أثار الصدمة البترولية لسنة 2014 على أداء بورصات الدول العربية المصدرة للنفط، مجلة المدير، العدد 05، ديسمبر 2017.
76. عادل سالم محمد الصغير، صكوك المقارضة وموقف الفقه الإسلامي منها، مجلة المختار للعلوم الإنسانية، جامعة المختار، العدد 22، ليبيا، 2013.
77. عبد الباري الخمليشي، مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، 2016.
78. عبد الجبار حمد السبهاني، الأسهم والتسهيم: الأهداف والمآلات، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الخامس، العدد 02/أ، 2009.
79. عبد الرحمن محمد سليمان رشوان، أثر الإفصاح الإلكتروني للمعلومات المالية على كفاءة سوق رأس المال الفلسطيني في ضوء المعايير الدولية للتقارير المالية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 09، 2018.
80. عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2011.
81. عبد الستار أبو غدة، ضوابط و تطوير المشتقات المالية في العمل المالي، مؤتمر الهيئات الشرعية، 2009.
82. عبد الستار عبد الجبار عيدان الكبيسي، المشتقات المالية في إطار معايير المحاسبة الدولية والأزمة المالية العالمية الحالية، مجلة جامعة تكريت للعلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 01، 2010.
83. عبد الغني دادن، راضية كروش، دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال إفريقيا. المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 06، 2015.
84. عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي حماية للمال ودافع لتنميته، لدائرة الشؤون الإسلامية، دبي، الطبعة الأولى، 2015.
85. عبد الكريم قندوز، ادارة المخاطر بالصناعة المالية الإسلامية: مدخل الهندسة المالية، الجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية، العدد 08، 2012.
86. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبدالعزيز: للاقتصاد الإسلامي، مجلد 20، العدد 02، 2007.
87. عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية و اضطراب النظام المالي العالمي، مؤتمر الاتجاهات العالمية، جامعة الكويت، 2010.
88. عبد الله بلوناس وآسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، ملتقى وطني حول: عولمة الأسواق المالية فرص وتحديات، غليزان، أكتوبر 2011.

89. عبد المجيد عدنان قباحة، محددات رأس مال الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 04، العدد 02، 2018.
90. عبد الناصر براني وبركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً، مجلة الشريعة والاقتصاد، العدد 10، 2016.
91. عبد الوهاب رميدي وعبد القادر موزاوي، الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها في ظل الأزمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول: الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، المركز الجامعي خميس مليانة، 2012.
92. عبدلي حنان، اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 18، 2018.
93. عبو ربيعة ونبيل بوفليح، دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2017.
94. عبيد محمود محسن الزوبعي و محمد سمير التكريتي، طريقة مقترحة لتحديد النماذج الكفؤة للسلاسل الزمنية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الأساسية، المجلد 29، العدد 01، 2013.
95. عزوي امير والداوي خيرة، تقييم كفاءة الأسواق المالية: دراسة قياسية حالة لحالة سوق عمان للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، أدرار، العدد 26، 2013.
96. علاء الدين زعتري، الصكوك: تعريفها، أنواعها، أهميتها، دورها في التنمية، حجم إصداراتها، تحديات الإصدار، بحث مقدّم لورشة العمل التي أقامتها شركة BDO بعنوان (الصكوك الإسلامية؛ تحديات، تنمية، ممارسات دولية)، عمان، 2010.
97. علي رشيد حسن الربيعي وحمد زاوي، التكامل بين الأسواق المالية العربية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
98. علي عبد الغني اللايد و طلال المزيد العرادة، مخاطر استخدام المشتقات المالية على شركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 03، جوان 2015.
99. علي جبران عبد علي و أحمد جبار كعيد، تأثير استخدام استراتيجية إدارة المحافظ الاستثمارية الساكنة على كفاءة محفظة الأسهم العادية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، الحجم 14، العدد 57، 2018.
100. علي جبران عبد علي. تأثير استخدام نموذج الجانب السالب من المخاطرة (Downside Risk) على معدل العائد المطلوب. 2016.
101. عماري صليحة، المنتجات المالية الإسلامية بين الابتكار و التقليد، ملتقى دولي ، 2009.
102. عمر النسور، نحو انشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان "دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم (21) والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية: "الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، الجامعة الأردنية، عمان، 2017.
103. عمر عبو، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية أ /قسم العلوم الاقتصادية و القانونية العدد - 18 جوان 2017 .
104. العيفة عبد الحق و زاهرة بني عامر، دور الصكوك الإسلامية في تمويل مشاريع البنية التحتية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014.



105. فخاري فاروق وزبيري نورة، أهمية استخدام المالية السلوكية في تفسير التشوهات السعرية للأصول المالية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 03، العدد 02، 2019.
106. فراس خضير الزبيدي. العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم. مجلة القادسية للعلوم الإدارية والقانونية. المجلد 16. العدد 02. 2014.
107. فريد مشري و صبرينة عتروس، السوق المالية الإسلامية -المفهوم و الأدوات- تجربة السوق المالية الإسلامية العالمية، مجلة الإجتهد القضائي، العدد الحادي عشر، 2015.
108. فياض عبد المنعم حسانين، آليات تطوير المنتجات و الخدمات في صناعة الخدمات المالية الإسلامية، مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية، طرابلس، 2008.
109. قاسم نايف علوان و ابراهيم الزعلوك. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. العدد 05. 2005.
110. قايد خيمسي و لحسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطوير استخدام المشتقات المالية في الأسواق المالية في تغطية مخاطر السوق -حالة الدول الصناعية العشر- المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 02، 2015.
111. قحطان عبد سعيد السمراي، إقتصاد الفقاعات: دراسة في جذور الأزمة في الإقتصاد الرأسمالي مع الإشارة إلى الأزمة المالية العالمية 2008، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، المجلد 20، 2009.
112. قرومي حميد، صناعة الصكوك الإسلامية واقع وأفاق، الملتقى الدولي الثالث حول: المالية الإسلامية بصفاقس تحت شعار دور المالية الإسلامية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية" الصكوك الإسلامية والصكوك الوقفية"، 2014.
113. كاملي محمد؛ صحراوي بن شيجة وسحيمي فايزة، التكامل المالي والنقدي لدول مجلس التعاون الخليجي: التجربة والأفاق، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 03، العدد 01، 2016.
114. كتاف شافية، أهمية الصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 14، 2014.
115. لشهب الصادق، بوريش أحمد، تحليل عوامل نجاح التجربة الماليزية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 01، 2015.
116. لطيف زيود وحسان قيطيم ونغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 01، 2007.
117. لقمان الحكيم بن حسين، نور شهيدا كسري، أبرز التشريعات القانونية لسوق رأس المال الإسلامي: تجربة ماليزية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية، 2017.
118. مايو عبد الله وبوقفة عبد الحق. أثر تطبيق مبدأ التحوط المحاسبي على إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال. المجلد 03. العدد 05. 2017.
119. محفوظ جبار، استجابة الأسواق المالية للمعلومة المحاسبية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 37، جوان 2012.
120. محمد أمن خنيوة؛ حنان علي موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد 12 ، 2011.

121. محمد أمين خنيوة؛ حنان على موسى، منتجات الهندسة المالية الإسلامية واقع و تحديات، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات العدد 12.
122. محمد براق وعبد القادر بن عيسى، دور تكامل أسواق الأوراق المالية الخليجية في تنشيط الاستثمار في الأدوات المالية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 13، 2018.
123. محمد ترقو، محمد مداحي، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشري بورصة أندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله، جوان 2017.
124. محمد عبد الله المهدي ووليد زكريا صيام، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد 02، 2007.
125. محمد كريم قروف، الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية، ملتقى دولي، 2011.
126. محمود عادل مصطفى عليان، اختبار سلوك القطيع باستثناء آبياء التداول في سوق عمان الأوراق المالية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، المجلد 10، العدد 01، الجزء الثاني، 2019.
127. مرعي ضو، أبو بكر نصر، عبد السلام شندولة، أسواق المال الإسلامية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية "سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزي أنموذجا"، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، كلية الاقتصاد والتجارة زليتن، الجامعة الأسمرية الإسلامية، العدد 05، 2015.
128. مزبود ابراهيم وبلحيان خديجة، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST، مجلة معارف، العدد 22، جوان 2017.
129. مشري فريد، عتروس صبرينة، الأسواق المالية الإسلامية -المفهوم والأدوات- ، مجلة الإجتهد القضائي، العدد 11، سنة 20.
130. مصطفى سعيد فهد ومحمد عبد الحسين غانم، استخدام طريقة بوكس جينكنز للتنبؤ بالاحمال الكهرباء الشهرية، جامعة القادسية، 2015.
131. مطهر سيف أحمد نصر، الخصائص الهيكلية لسوق رأس المال في النظام الإسلامي، مجلة جامعة ناصر، العدد السابع، 2016.
132. معطى الله خير الدين وشرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، قالمة، 2012.
133. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد 07، 2009.
134. مقدم عبد الاله وقدال زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 5 العدد 10، 2019.
135. مهداوي هند وصباح فاطمة وصباغ رفيقة، واقع وآفاق السوق المالية الإسلامية : دراسة تجارب لبعض البلدان الإسلامية والغربية، ملتقى دولي الأول: الاقتصاد الإسلامي واقع ورهانات المستقبل، 2011.
136. مهند عبد الرحمن سلمان. تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. العدد 48. 2016.
137. موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة و التقليد، ملتقى دولي، 2014.

138. مولاي أسماء وبحوصي مجدوب وبن وارث حجيبة، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 03، 2019.
139. نادية جودة، الأسواق المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمالية و المصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، أوت 2017،
140. نشأت عبد العزيز، محمد صلاح سالم، سعر السندات في مصر، توصيف للواقع و مقترحات للتطوير، كتاب الأهرام الاقتصادي الصادرة عن مؤسسة الأهرام، العدد 150 ، جويلية 2006 ، القاهرة.
141. نصبه مسعودة، السبتي وسيلة، صناعة الهندسة المالية الإسلامية ودورها في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2017.
142. نعيمة بارودي وارسلیم موالدي، بين الهندسة و إعادة أي تصميم سيتناسب مع عقود الاختيار لتصبح عقودا شرعية، مؤتمر دولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، سطيف، 2014.
143. نوال سمرد ورفيق بشوندة، دور السوق المالي الإسلامي في معالجة السيولة النقدية الصكوك الإسلامية نموذجاً، المؤتمر الدولي الثاني للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، 2015.
144. نور الدين بومدين و مداني أحمد، دور رأس المال الفكري في إمداد سوق الأوراق المالية بالمنتجات المالية المبتكرة، الملتقى الدولي الخامس حول: رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، جامعة شلف، 2012.
145. نور الدين محرز و نعمان محصول. تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة. مجلة العدد الاقتصادي. جامعة الأغواط. المجلد 15. العدد 02. 2018.
146. هباش فارس و مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ قرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية، والمحاسبية والإدارية العدد التاسع - جوان 2018.
147. هدية عبد الحفيظ مفتاح بن هندي، حصص التأسيس والسندات التي تصدرها شركة المساهمة، مجلة الجامعة الأسمرية، العدد 16، 2009.
148. هشام طلعت عبدالحكيم، انوار مصطفى حسن، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)، دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21، 2010.
149. هني محمد نبيل و غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة اسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012.
150. هوارى سويسى و غالية مليك، أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية، مجلة الباحث، العدد 13، 2013.
151. ياسر سعيد خضراء، اختيار الموجة الأم المناسبة للتحويل الموجي، مجلة جامعة دمشق للعلوم الهندسية، المجلد 32، العدد 2، 2016.
152. ياسر عبد الكريم الحوراني. أدوات الاستثمار المالي حقيقتها وحكمها الشرعي. مجلة دراسات علوم الشريعة والقانون. الأردن. المجلد 42. العدد 02. 2015.
153. الحمدوني الياس خضير، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 04، العدد 07، 2011.

أطروحات:

1. برارمة ريمة، أثر المالية السلوكية على تقلبات عوائد المحافظ الاستثمارية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2018.
2. بن امير بن حساين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
3. بن لخضر عيسى. سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة. أطروحة دكتوراه. جامعة سيدي بلعباس. 2019.
4. سارة عبد الحسين بندر، قياس كفاءة مرشحات التحليل الموجي في تحليل السلاسل الزمنية، أطروحة دكتوراه، جامعة ميسان، العراق، 2019.
5. سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.
6. سحنون فاروق، استخدام الأساليب الكمية لاتخاذ القرار ودورها في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية، أطروحة الدكتوراه، جامعة سطيف، 2018.
7. سحنون مريم، السلوك المالي للمستثمرين وأثره على كفاءة الأسواق المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016.
8. سعدوني محمد، الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015.
9. سعدي خديجة. إشكالية تطبيق معيار كفاية رأس المال بالبنوك وفقا لمتطلبات لجنة بازل. أطروحة دكتوراه. جامعة تلمسان. 2017.
10. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط و تطوير السوق المالية الاسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف، 2014.
11. عبد القادر بابا. سياسة الإستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة. أطروحة الدكتوراه. جامعة الجزائر، 2004.
12. عقون نادية، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الواقع والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2013.
13. قداري أحمد، سياسة إدارة الأزمات: دراسة تقييمية للتطور الوظيفي لدور الدولة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجيلالي اليايس، سيدي بلعباس، 2017.
14. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال واثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
15. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني "دراسة حالة بورصة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
16. نسيلي جهيدة، الهندسة المالية للمؤسسة والأسواق المالية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2015.
17. يحي شريف حنان، تأثير نظام المعلومات على النقط الاستراتيجية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، سنة 2017 . 2018.

رسائل:

- 18.زيان ريمة، محددات بناء المحفظة الاستثمارية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2014.
- 19.أحمد نصر محمود البدوي. تقييم الأداء الاستثماري لمحافظ استثمار أموال واحتياطات التأمينات الاجتماعية بالتطبيق على الهيئة القومية للتأمينات الاجتماعية. رسالة ماجستير. جامعة القاهرة. 2014.
- 20.اسماعيل جميل الصعيدي . العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، رسالة ماجستير. جامعة الأزهر. غزة. 2011.
- 21.أفين فائق. أثر تنوع محفظة القروض في عائد ومخاطر المحفظة. رسالة ماجستير. جامعة حلب. سوريا. 2015.
- 22.آلاء الجيلو، تحسين الكلام والتخلص من الضجيج باستخدام الموجات، رسالة ماجستير، المعهد العالي للعلوم التطبيقية والتكنولوجيا، سوريا، 2015.
- 23.أمانى محمد عبد البريكات، اختبار نموذج العوامل الثلاثة لـ (Fama & French) على عوائد المحافظ الاستثمارية للبنوك الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، الأردن، 2009.
- 24.بداح محسن السبيعي. العلاقة بين الرفع المالي و العائد على الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية. رسالة ماجستير. جامعة الشرق الأوسط. 2012.
- 25.بلجيلية سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010.
- 26.بن ساسي عبد الحفيظ. ضوابط الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي. رسالة ماجستير. جامعة باتنة. 2008.
- 27.بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، قسنطينة، 2012.
- 28.بن عيسى عبد الرحمن، دور حوكمة الشركات في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة يحي فارس، المدينة، 2008 . 2009.
- 29.بن قمجة زهرة، أثر فعالية أداء أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2014.
- 30.بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 31.توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2015.
- 32.جربو كلتوم، دور حوكمة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، رسالة ماجستير، جامعة البليدة 2، 2014.2015.
- 33.حسن السلطان. إدارة مخاطر الاستثمار المالي. رسالة ماجستير. جامعة دمشق. 2009.
- 34.حكيم براضية، التصكيك و دوره في إدارة السيولة بالبنوك الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة شلف، 2011.
- 35.حمدي فيصل، تسيير المحافظ المالية الدولية للأسهم المسعرة في البورصة، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2006.
- 36.حياة زيد. دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم. رسالة ماجستير. جامعة بسكرة. 2015.
- 37.دانيا ابراهيم غيا، دور المشتقات المالية كأدوات للتحوط التعاقدية تجاه المخاطر المالية وامكانية تطبيقها في المصارف السورية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2013.

38. دفع الله المكي حسن الرضى. مخاطر الاستثمار في أسواق الأوراق المالية. رسالة ماجستير. جامعة النيلين. السودان. 2018.
39. رفیق مزاهدية، كفاءة الأسواق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، رسالة ماجستير، جامعة باتنة، 2007.
40. زياد فارس النباهين. أثر المخاطر النظامية على عائد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. جامعة الأزهر. غزة. 2016.
41. سالم أسعد مسلم أبو عمرو. العلاقة بين مكاسب وخسائر القيمة العادلة والعوائد السوقية للأسهم في ظل الحاكمية المؤسسية. رسالة ماجستير. الجامعة الإسلامية. غزة. 2014.
42. السايح سميرة، استخدام النسب المالية في الإنتقاء العقلاني للأسهم لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.
43. سرين خالد الحموي، تأثير العوامل السلوكية في عوائد الأسهم، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2016.
44. سلمان عادل. دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي. رسالة ماجستير. جامعة بسكرة. 2014.
45. سمرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2009.
46. الشعرائي بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2015.
47. عبد الفتاح محمد صلاح، البورصة من منظور إسلامي التأصيل والآليات ومؤشر الأسعار، رسالة ماجستير، الجامعة الأمريكية بالقاهرة، 2008.
48. عبدلي لطيفة. دور ومكانة إدارة المخاطر في المؤسسة الاقتصادية. رسالة ماجستير. جامعة تلمسان. 2012.
49. علام عبد النور، صناعة الصكوك الإسلامية كبديل للسندات التقليدية في تطوير التمويل المستدام، رسالة ماجستير، سطيف، 2012.
50. علي حسن، تحليل الحركة العشوائية لأسعار السهم في ظل كفاءة سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2014.
51. عماد أحمد اسماعيل، خصائص نظم المعلومات وأثرها في تحديد خيارات المنافسة الاستراتيجية في الإدارتين العليا والوسطى، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
52. فؤاد عبد الحميد النواحة. قدرة نماذج تسعير الأصل الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم. رسالة ماجستير. جامعة غزة. 2014.
53. لورين ابراهيم القاضي، اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية دراسة اختبارية على البنوك التجارية الاردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2016.
54. محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، رسالة ماجستير، جامعة سعد دحلب، البليدة، 2007.
55. محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013.
56. مسعي سمير، تسعير القروض المصرفية، رسالة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة. 2008.

57. مصطفى يوسف سبسي، دور المعلومة المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات، رسالة ماجستير، جامعة حلب، 2011.
58. معتز برهان جميل العكر، أثر الإفصاح المحاسبي في البيانات المالية المنشورة على تداعيات الأزمة المالية في القطاع المصرفي الأردني، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2010.
59. ناهده سعيد حسين زعرب، تحليل حجم تداول الأسهم في قطاع البنوك الوطنية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2012.
60. نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق، رسالة ماجستير، جامعة غزة، 2007.
61. نسيمه بروال. استراتيجية إدارة المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية. رسالة ماجستير. جامعة أم البواقي. 2011.
62. وليد سلمان عبد زيد، ضغط صورة واسترجاعها باستخدام طريقة التحويل الموجي، رسالة ماجستير، جامعة القادسية، 2014.
63. وليد مروان عليان، أثر استخدام أسلوب المتاجرة بالهامش على أسعار الأسهم وحركة تداولها في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2009.
64. يوسف كريمة، أثر العولمة على البنوك التجارية في الدول النامية، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2008.

#### مراجع أخرى:

1. أحمد محمد شاكر حسن سمعان، المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الإختياري بعدم تماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية، جامعة الزقازيق، 2018.
2. أحمد محمد نصار ، الأسواق المالية الإسلامية : مبادئها وأدواتها .
3. أمل عبد الحميد ومنى عبد القادر، الأدلة المعلوماتية عن البورصة المصرية، سلسلة دورية، بنك الاستثمار القومي، 2017.
4. البخاري، 2201، 2202، أنظر: الإمام أبو عبد الله البخاري، كتاب البيوع، دار الكتب العلمية، بيروت، الطبعة الأولى، 2001.
5. تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مركز التعليم المفتوح جامعة بنها، برنامج محاسبة البنوك والبورصات.
6. خالد خديجة، عبد الحفيظ بلعربي و غالب عوض الرفاعي. إدارة مخاطر الاستثمار في البنوك الإسلامية.
7. د. إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي، ديسمبر 2000.
8. زيان رمضان و مروان شمو، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2014.
9. شقيري نوري موسى و مروان ابو عرابي. مدى استخدام البنوك لسلسلة التنويع للحد من المخاطر.
10. طارق الله خلن وحبيب أحمد. إدارة المخاطر، تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية. البنك الإسلامي للتنمية. المملكة العربية السعودية. 2003.
11. عبد الرزاق كبوط. مقياس النظرية المالية. 2010.
12. عبد الرؤوف ربابعة، بناء المحافظ الإستثمارية وإدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة.
13. عبد الفتاح الثلجة. إدارة المحفظة الاستثمارية. جامعة دمشق. 2014.
14. عبدالرزاق خليل وعادل عاشور، دور المصارف الإسلامية في دعم و تطوير أسواق رأس المال العربية. بحث منشور على شبكة الانترنت.
15. عز الدين محمد خوجة، تطوير المنتجات المالية الإسلامية: منهجيته وآلياته.



16. كمال توفيق خطاب، " نحو سوق مالية إسلامية"، جامعة اليرموك، اربد.
17. المادة 715 مكرر 38 فقرة 1 من ق.ت.ج.
18. المادة 715 مكرر 38 فقرة 2 من ق.ت.ج.
19. المادة 715 مكرر 51 من القانون التجاري الجزائري.
20. المادة 715 مكرر 74 من القانون التجاري الجزائري.
21. المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري الجزائري.
22. محمد الحسين. إدارة المحافظ الاستثمارية. جامعة دمشق.
23. محمد براق ؛ محمد الشريف بن زواي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر.
24. محمد علي القري، " نحو سوق مالية إسلامية"، العدد 01 :، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، 1993 .
25. المنجي محمد العرفاوي. عائد ومخاطر الاستثمار وكيفية قياسها. جامعة المجمعة. 2014.
26. مهدي عطية موحى الجبوري. استخدام السيناريو كإطار لقياس مخاطرة الموجودات المالية/دراسة تحليلية.

#### مواقع الكترونية:

1. موقع البورصة المصرية: [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)
2. موقع الرسمي لبورصة الدار البيضاء: [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
3. موقع الرسمي للسوق المالي السعودي [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa)
4. موقع [www.programmersought.com](http://www.programmersought.com)
5. ناصر زيادات، سيناريوهات محتملة في تطوير المنتجات المالية الإسلامية، متوفر على: [www.pdfactory.com](http://www.pdfactory.com)
6. الموقع: [www.investing.com](http://www.investing.com)

**Livres :**

1. Aime Scannavino, les marches financiers internationaux, Dunod, Paris, 1999.
2. Andre FARBER et autres, finance, 2 eme edition, Pearson education, 2008.
3. Armand THAUVROU ; choix d'investissement ; édition thèque ; 2003.
4. Bertrand Jaquillat et Bruno Solnik et Christophe Perignon, marches financiers, 5 eme edition, dunod, Paris, 2009.
5. Dov Ogien, pratique des marches financiers, 3 eme edition, Dunod, Paris, 2010  
Dov Ogien, pratique des marches financiers, 3 eme edition, Dunod, Paris, 2010.
6. Dov Ogien. Gestion financière de l'entreprise ; Dunod ; Paris ; 2008 .
7. Emmanuel Nyahoho, finance internationales : theorie, politique et pratique, PRESSES DE L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC, 2002.
8. Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, L'essentiel des marchés financiers, Groupe Eyrolles, Paris, 2010.
9. François Guéranger, finance islamique : Une illustration de la finance éthique, DUNOD, PARIS, 2009.
10. Frederic Mishkin et autres, Monnaie, banque et marches financiers, 9 eme edition, PEARSON, Paris, 2010.
11. Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, 10e édition, Pearson France , 2013.
12. Georges Legros, mini manuel de finance d'entreprise ; Dunod ; Paris ; 2010 .
13. Gerard Sauvage, les marches financiers entre hasard et raison, edition su seuil, Paris, 1999.
14. Hutin Herve, toute la finance, 4 eme edition, EYROLLES, Paris, 2010.
15. jean – luc BAZET, Christian GUYON ; gestion financière ; première édition ; groupe revue fiduciaire ; Paris ; 2004.
16. Jean-Pierre Gaillard, la bourse : se constituer un portefeuille, Radio France et Balland/Jacob-Duvernet, 1999.
17. Jeremy Morvan, marches et instrument financiers, Dunod, Paris, 2009.
18. John HULL, gestion des risques et institutions financieres, 3 eme edition, Pearson education, 2012.
19. L. HONORE ; Gestion financière ; Nathan ; Paris ; 2001.
20. Michel FLEURIET et Yves SIMON, bourse et marches financiers, 2 eme edition, ECONOMICA, Paris, 2008.
21. Mondher Bellalah, gestion de portefeuille, PEARSON EDUCATION, Paris, 2004.

22. Nicole El Karoui, Couverture des risques dans les marches financiers, Ecole Polytechnique, Palaiseau Cedex, 2003.
23. Olivier PICON, la bourse : ses mecanismes, gerer son portefeuille, reussir ses placement, 14 edition, DELMAS, 2000.
24. Pascal Alphonse et autres, gestion de portefeuille et marches financiers, 2 eme edition, PEARSPON, Paris, 2013.
25. Pascal Barneto et Pierre Gruson, instrument financiers et IFRS, Dunod, Paris, 2007.
26. Patrick NAVATTE, instruments et marches financiers, edition Litec, 1992.
27. Paul FABRA, le capitalisme sans capital, Groupe Eyrolles & Les Echos Editions, Paris, 2010.
28. Paul-Jacques Lehmann, economie des marches financiers, Boeck, 1 ere edition, Bruxelles, 2011.
29. Philippe Gillet, l'efficience des marches financiers, ECONOMICA, Paris, 1999.
30. Philippe Spieser, la bourse, 4 eme edition, librairie Vuibert, Paris, 2010.
31. Robert GOFFIN, principes de finance moderne, ECONOMICA, 5 eme edition, Paris, 2008.
32. Roland Portait et Patrice Poncet, finance de marche : instrument de base produit derives, portefeuilles et risques, 2 eme edition, Dalloz, Paris, 2009.
33. Thierry Chauveau, l'equilibre d'un marche financier, LAVOISIER, Paris, 2004.
34. Thierry RONCALLI, la gestion des risques financiers, 2 eme edition, ECONOMICA, 2008.
35. Zvi Bodie et Robert Merton, Finance, 3 eme edition, Pearson Education, France, 2011.

**Thèses :**

1. Abdel-Maoula CHAAR, LA STRUCTURATION DES STRATEGIES AU SEIN DE CHAMPS EN VOIE D'INSTITUTIONNALISATION: LE CAS DES BANQUES ISLAMIQUES AU LIBAN, Thèse de doctorat, l'université Paris-Est, 2011.
2. Bahri Oum El Kheir, la finance islamique compartiment de la finance d'aujourd'hui, mémoire de magister, universite d'Oran, 2013.
3. BENCHABANE Meriem, étude comparative des marches financiers maghrébins cas : Maroc, Algérie et Tunisie, Mémoire de magister, Université de tizi ousou, 2012.
4. EL HACHLOUFI Mostafa, Les Apports de l'Intelligence Artificielle aux Approches Probabilistes pour l'Optimisation de Portefeuille d'Actifs Financiers, THÈSE DE DOCTORAT, UNIVERSITÉ MOHAMMED V, 2013, page 12.
5. Elmehdi MAJIDI, La finance islamique et la croissance économique : Quelles interactions dans les pays de MENA ?, Thèse pour le Doctorat, Université de Pau et des Pays de l'Adour, 2016.
6. Gilles-Edouard ESPINOSA, METHODES DE CONTROLE STOCHASTIQUE POUR LA GESTION OPTIMALE DE PORTEFEUILLE, Thèse de Doctorat, L'ECOLE POLYTECHNIQUE, 2010.
7. Gregory Franck MOSCATO, Intelligence economique et modelisation financiere : mise en ouvre d'un outil pour les projets d'entreprises, these de doctorat, UNIVERSITÉ PARIS-EST, 2008.
8. Guillaume TERGNY, Allocation dynamique de portefeuille avec profil de gain asymétrique : risk management, incitations financières et benchmarking, thèse de doctorat, CONSERVATOIRE NATIONAL DES ARTS ET METIERS, 2011.
9. Hamid Bali, la finance islamique, universite oberta de catalunya, PID\_00167774.
10. Jules SADEFO KAMDEM, Méthodes Analytiques pour le risque des Portefeuilles Financiers, thèse de doctorat, l'université de Reims Champagne-Ardenne, 2004.
11. Khamlichi, Abdelbari El, Éthique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, these de doctorat, Université d'Auvergne, 2012.
12. LAJILI Souad, MOD'ELISATION QUANTITATIVE DES MARCH'ES FINANCIERS : QUATRE ESSAIS SUR LE MODELE A TROIS FACTEURS DANS LE CAS FRANÇAIS, thèse de doctorat, Université Paris IX – Dauphine, 2003, page 01.
13. Les investissements transnationaux de portefeuille face à l'impôt, organismes de placement collectif et distorsions fiscales, France, 1999.

14. Mohammed Salah CHIADMI, La volatilité des indices boursiers islamiques dans le contexte de la crise financière, THESE DE DOCTORAT, Université Mohammed V, Rabat, 2015.
15. Mohyedine Adnan HAJJAR, REGARDS SUR LE FINANCEMENT ISLAMIQUE D'APRÈS LES FINALITÉS DE LA CHARIA, Les Cahiers de la Finance Islamique, N09, 2015.
16. Olivier PASTRE & Krassimira GECHEVA, la finance islamique a la croisee des chemins, revue d'economie financiere, 2008.
17. Paul-Olivier KLEIN, LES SUKUK OPTIONNELS, Les Cahiers de la Finance Islamique, N07, 2014.

**Autres :**

1. Ahmed CHAKIR, L'INGENIERIE FINANCIERE ISLAMIQUE : ENTRE LES CONTRAINTES DE DEVELOPPEMENT ET LES RISQUES DE DERIVE, 2014.
2. C.Moussu et C.Thibierge ; politique financière, opportunités d'investissements et actif incorporels en Europe, cahier de recherche d'école supérieur de commerce de Paris N 96 ; 129 ; Mars 1996.
3. Joel Priolon, Les marches financiers, AgroParisTech, Paris, 2012.
4. Karim Dahou, Haibado Ismael Omar, Mike Pfister, AFRIQUE : DÉVELOPPER LES MARCHÉS FINANCIERS POUR LA CROISSANCE ET L'INVESTISSEMENT, la réunion ministérielle et la table ronde d'experts de l'initiative NEPAD-OCDE, 2009.
5. Khalid BAKIR, L'efficience des marches financiers des pays émergents : l'exemple de la bourse de Casablanca, article.
6. TARIQULLAH KHAN et HABIB AHMED, la gestion des risques, Banque Islamique de développement, document occasionnel n05, DJEDDAH, 2002.

**Books:**

1. Campbell John, the econometrics of financial markets, Princeton University Press, 1997.
2. Cornelis Los, financial market risk : measurement and analysis, first published, Routledge, New York, 2003.
3. Emilio COLOMBO & Luca STANCA, financial market imperfections and corporate decisions, physica-verlag, Germany, 2006.
4. Lukas MENKHOFF & Norbert TOLKSDORF, financial market drift, Springer-Verlag, Berlin, 2001.
5. Meysam SAFARI & Mohamed ARIFF & Shamsheer MOHAMED, sukuk securities : new ways of debt contracting, John WILEY & Sons Singapore, 2014.
6. Mohamed Ariff & Munawar Iqbal & Shamasher Mohamad, The Islamic Debt Market For Sukuk Securities, Edward Elgar publishing, UK, 2012.
7. Paul WELFENS & Cillian RYAN, financial market integration and growth, Springer-Verlag, Berlin, 2011.
8. Siddharth Bagri & all, introduction to financial market, the secretary central board of secondary education, first edition, 2007.

**Articles:**

1. Dato Dr Nik Norzrul Thani Nik Hassan Thani and Madzlan Hussain, LEGAL AND REGULATORY ISSUES CONCERNING ISLAMIC FINANCE'S DEVELOPMENT IN MALAYSIA, Current Issues in Islamic Banking and Finance, World Scientific Publishing, 2010.
2. Engkuchik, Engku Ngah S, A Review of Securities Commission of Malaysia's Revised Shariah Stock-Screening Criteria, *Journal of Islamic Banking and Finance*, 2016.
3. IIFM ANNUAL SUKUK REPORT, 7TH EDITION, APRIL 2018.
4. Lukas Vacha, Jozef Barunik, Co-movement of energy commodities revisited: Evidence from wavelet coherence analysis, Elsevier, 2012.
5. Mohammed OBAIDULLAH, Ethics and efficiency in islamic stock markets, international Journal of Islamic financial services, volume 03, NO 2.
6. Salem Hathroubi & Chaker Aloui, On the interaction between remittance outflows and the Saudi Arabian macro-economy: new evidence from the wavelets, *Economic Modelling*, volume 59, 2016.
7. Salih N. Neftci, PRINCIPLES OF FINANCIAL ENGINEERING, Elsevier, 2008.

8. Somayeh Mohammadi & all, Co-movement among industry indices of Tehran Stock Exchange, Wavelet Coherence approach, Iranian Journal of Management Studies, Vol 9, N° 3, 2016.

**Thesis:**

1. Junaid Haider & Muhammad Azhar, Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario, Master Thesis, Umea University, Sweden, 2010.
2. Mansur, fatin umairah and Masih, should the malaysian islamic stock market investors invest in regional and internal equity markets to gain portfolio diversification benefits ?, MPRA, 2017.
3. Maria Rosa Bordes, Efficient market hypothesis in European stock markets, TECHNICAL UNIVERSITY OF LISBON, working papers, 2008.
4. NG SIEW WEN AND ALL, The determinants of malaysian stock market performance, bachelor of finance, university TUNKU ABDUL RAHMAN, 2015, page 04.
5. Piumsombun, Klompawn, assessing ASEAN capital market intergration, Master of Science in Economics and Business Administration, Copenhagen Business School, 2013.



## المخلص:

تعد المحافظ الاستثمارية من أكثر الأدوات التي أخذت حيزا هاما في الدراسات المالية، واتخذت أشكالا مختلفة، وهذا يتطلب تحديدا دقيقا لكافة مكوناتها وأنواعها والاستراتيجيات المتبعة في تسييرها، فالهدف من هذه الدراسة هو التطرق لكيفية بناء محفظة الاستثمارية بالإعتماد على استراتيجيات التنوع المحلي والدولي للحصول على محفظة مثلى في ظل الانتقادات الموجهة لنظرية كفاءة الأسواق وما تفرضه العولمة المالية من تحديات. من أجل ذلك، حاولنا دراسة الفرص التنوع الاستثماري المتاحة في بورصة ماليزيا من خلال اختبار كفاءة السوق المالي الإسلامي والتقليدي عند مستوى ضعيف و درجة التكامل فيما بينها للفترة الممتدة من 2017 إلى غاية 2018. بالإضافة إلى اكتشاف فرص التنوع الدولي من خلال دراسة التحركات المشتركة لأسواق الأوراق المالية العربية بين أربع دول (الأردن ، المملكة العربية السعودية ، مصر والمغرب) باستخدام طريقة تماسك الموجات لتوضيح مستوى ترابطها من عام 2014 إلى عام 2018. حيث خلصت الدراسة إلى كفاءة مؤشرات بورصة ماليزيا عند المستوى الضعيف وأنه لا يمكن للمستثمرين تحقيق مكاسب غير عادية بالاستفادة من البيانات التاريخية، كما أظهرت النتائج أن المؤشرات المدروسة غير متكاملة و بالتالي وجود فرص للتنوع الاستثماري على المدى الطويل. من جهة أخرى أظهرت نتائج دراسة تكامل أسواق المال العربية أن مؤشر EGX30 المصري لديه ترابط قوي مع مؤشر الدار البيضاء والمؤشر السعودي على المدى الطويل، ومؤشر عمان لديه ترابط قوي على المدى القصير مع مؤشر EGX30 ومؤشر الدار البيضاء، على النقيض من ذلك، أظهر النتائج أن المؤشر السعودي يرتبط ارتباطا طفيفا مع مؤشرات الدار البيضاء وعمان.

**الكلمات المفتاحية:** الأسواق المالية، كفاءة السوق المالية، نظرية المحفظة ، المؤشرات الإسلامية، أسواق المالية العربية.

## Abstract

portfolio theory has become one of the most important tools in financial studies. It has taken various forms, and it requires careful identification of all its elements, types, and the strategies used for its management. The aim of this study is to investigate how to build an optimal investment portfolio by relying local and international diversification strategies, in light of the criticisms directed at the theory of market efficiency and the challenges posed by financial globalization.

For this purpose, we examined local investment opportunities available on the Malaysia Stock Exchange by testing the efficiency of the Islamic and conventional financial markets at a weak form, and the integration among them from 2017 to 2018. In addition, we have tried to discover international diversification opportunities, by studying the co-movement of the Arab stock markets among four countries (Jordan, Saudi Arabia, Egypt and Morocco), using the wavelet coherence method to illustrate the level of interdependence between these markets from 2014 to 2018. The study concluded that indices in the Malaysia Stock Exchange are efficient at the weak form and that no investor can achieve extraordinary gains by making use of historical data. The results also indicate that indices are not co-integrated therefore showing that there are opportunities for investment diversification in the long run. On the other hand, the results show that the EGX30 index has a strong interdependence with both the Casablanca and Saudi indices in the long-term, and the Amman index has a strong interdependence in the short-term with EGX30 the and Casablanca indices. The results also show that the Saudi index has a low correlation with Casablanca and Amman indices.

**Key words:** Financial markets, financial market efficiency, portfolio theory, Islamic indices, Arab stock markets.