



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: علوم التسيير



المرجع :/2018

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
فرع: علوم التسيير
التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

الأسواق المالية كآلية فعالة في تمويل الاستثمارات
دراسة حالة بورصة عَمَّان للأوراق المالية بالأردن من الفترة 2007-2016

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " إدارة مالية "

إشراف الأستاذ (ة):
فراح الياس الهناني

إعداد الطلبة:
بوشلوخ جميلة
زاموش هبة

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	واضح فواز
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	خوازم حمزة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	فراح الياس الهناني

السنة الجامعية: 2017-2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دعاء

ربنا لا تؤاخذنا إن نسينا أو أخطأنا

ربنا لا تحمل علينا إصرا كما حملته على الذين من قبلنا

ربنا لا تحملنا ما لا طاقة لنا به و اعف عنا و اغفر لنا

وارحمنا انت مولنا فأنصرنا على القوم الكافرين

شكر و عرفان

بسم الله الخلاق
اليقين

العليم وبسم القرآن

اللهم صلي على سيدنا محمد و على آله و صحبه وذريته و على من سار على هداه أجمعين

أشكر الله عز وجل الذي وفقنا في إنجاز هذا العمل و لا يسعنا إلا أن ننسب الفضل لدويه فنخص بالذكر بأسمى عبارات الشكر و التقدير للأستاذة الكريمة: الهناني فراح على قبولها الإشراف على هذه المذكرة جزاها الله خير الجزاء على إسهامها الكبير في إنجاز هذا العمل و التي أفادتنا بعلمها و مجهودها، كما نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الأفاضل الذي لم يبخلوا علينا بالنصح و التوجيه و الإرشاد: الدكتور أبوبكر بوسالم، أستاذي في الدراسة مشري فريد، داودي حمزة، و لكل من ساهم من قريب أو بعيد و لكل من أبدى لنا النصح و لم يتسع المقام لذكرهم جميعا عظيم الامتنان و التقدير

و نتقدم بأسمى معاني التقدير للأساتذة الأفاضل الذين تحملوا عبء قراءة و مناقشة هذه الأطروحة

كذلك نشكر كل عمال و موظفي مكتبة المركز الجامعي و صبرهم معنا

أسأل الله أن يجزيهم خير الجزاء عنا و بورك فيهم

الإهداء و التقدير

الحمد لله الذي أروع بني آدم في تركيبه و عقله و أعطاه القدرة على جعله وسيلة للكفاح و غايته النجاح، الحمد لله الذي يسر لي سبيلاء الذي لم يكون دون عونہ أن أجده و آثار السبيل فيه، فإنه بذلك الحمد و المنية الذي وفقتي لأعبر جسر مساري الدراسي و الذي أجاب دعائي .

قال الله تعالى: ((وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُوهَا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا))

على ضوء هذه الآية الكريمة أهدي ثمرة جهدي إلى ملاكي في الحياة إلى معنى الحب و الحنان و التفاتي إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب أمي العزيزة، إلى من أحمل إسمه بكل إفتخار وكان خير لي مرشدا أبي العزيز أطل عمره

إلا من كان خير السند و الرفيق، إلى من كانت بسمته سبب فرحتي، إلا من كان لي سنداً في السراء و الضراء و منحني العزيمة و القوة في كل الأوقات، قرة عيني وزوجي الغالي "" ياسين ""

كما أتقدم بالكلمات الطيبة و إلا من أكن لهم كل الإحترام والتقدير إلى أمي ياسمينه و أبي علي حفظهم الله و أطل عمرهم،

إلى جدتي بديعة التي أحباها حماها الله وبارك الله فيها و أعطها الصحة و العافية ، إلا من تقاسمت معهم أجواء المحبة الأسرية إخوتي أنيس و أصيل أميرة و نهاد وزوجها نوردين و الكتكوتة الصغيرة التي تملأ بهجتها المكان "" آلاء الرحمان "" بالإضافة أتقدم بأسمى عباراتي بالتقدير والفرحة إلى عائلتي الثانية و إخوتي سميرة، مريم، رحيم

إلى خالاتي فضيلة و نسيمة و أخص بالذكر خالتي "" كريمة "" التي قلبها ملأ الحنان و ضحكتها سر الأمان ، للبراعم التي تفتحت فأشرقنت "" رتاج، سراج الدين، ملاك، عبد الباسط ""

إلى رفيقة دربي إلى صاحبة القلب الطيب إلى من رافقتي منذ أن حملنا الحقايب ومعها سرت الدرب خطوة خطوة " سعاد "

إلى أروع و أجمل زهرة في هذا الوجود ورمز الطيبة و الصدق صديقتي و أختي الغالية "" هاجر ""

إلى من كانت لي خير عون في إنجاز هذا العمل "" جميلة ""

إلا من ذكرهم قلبي و نسيهم قلبي.

هبة

الإهداء و التقدير

إلى والداي العزيزين " يزن " و " ضياء الدين "

إلى أمي الحبيبة

إلى زوجي العزيز

إلى إخوتي و أخواتي أدامهم الله سنداً لي

إلى من كانت لي خير عون في إنجاز هذا العمل " " هبة " "

إلى كل الأصدقاء

جميلة

الملخص:

تتمثل أهم أهداف هذا البحث في تحديد الإطار النظري للأسواق المالية، و بالأخص سوق رأس المال من خلال ماهيته، تنظيمه، ووظائفه وتحديد معنى التمويل و الاستثمار و الربط بينهما من خلال آلية عمل السوق الأولي و إلقاء الضوء على سوق رأس المال الأردني ودوره في تمويل الاستثمار خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، و قد أظهرت النتائج ان السوق المالي تؤدي دور رئيسي في النشاط الاقتصادي حيث أنه نظام تجميع، تحويل و تخصيص الموارد المالية حيث يقوم بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية و توزيعها على الوحدات الاقتصادية العاجزة وذلك بتوفير التمويل اللازم لها. توصلنا في الجانب التطبيقي إلى أن بورصة عمان للأوراق المالية لم تقدم التمويل اللازم لشركاتها بسبب ما عانته من ظروف داخلية و خارجية إذ اقتصر دور البورصة في نقل ملكيات أسهم الشركات أو المؤسسات المالية المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع و الشراء اليومي وذلك في ظل استمرار تداعيات الأزمة المالية على أداء البورصة من جهة وأثار الربيع العربي من جهة أخرى، وقد كان للأزمة السورية الأثر الواضح على الاقتصاد الأردني و هذا فيما يخص تكلفة استضافة اللاجئين السوريين.

الكلمات المفتاحية

الأسواق المالية، كفاءة الأسواق المالية، التمويل، الاستثمار، بورصة عمان للأوراق المالية.

Abstract :

. The main objectives of the research are to determine the theoretical framework of the financial markets, especially the capital market through its nature, organization and functions, and define the meaning of financing and investment and linking them through the primary market mechanism and shed light on the capital market. The results showed that the financial market plays an important role in economic activity as it is a system of collecting, transferring and allocating financial resources. It collects capital from economic units with financial surpluses and distributes them to the units with deficits. In the empirical part, we found that Amman stock exchange did not provide the necessary funding for its companies because of the internal and external conditions, as the role of the stock exchange in transferring the ownership of the shares of companies or financial institutions listed from one investor to another through the daily sale and purchase in light of the continuing repercussions of the financial crisis on the stock market performance on the one hand and the effects of the Arab Spring on the other. The Syrian crisis has had a clear impact on the Jordanian economy and this with regard to the cost of hosting Syrian refugees.

Key words: financial markets; financial markets efficiency; financing; investment; Amman stock exchange.



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	ملخص البحث
	فهرس الجداول والأشكال
	فهرس الملاحق
أ - ط	مقدمة عامة
89-1	الفصل الاول : تمويل الاستثمار في السوق المالي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي.....
27	المبحث الثاني: كفاءة و مؤشرات الأسواق المالية
41	المبحث الثالث: محددات الاستثمار في السوق المالي
62	المبحث الرابع: التمويل عن طريق سوق رأس المال
163-91	الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الاستثمار
91	تمهيد
92	المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية
100	المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي العماني
109	المبحث الثالث: تقسيمات سوق عمان و الأدوات المتداولة فيه
117	المبحث الرابع: السوق المالي كأداة فعالة في تمويل الاستثمار
168-165	خاتمة عامة
179-170	قائمة المراجع
200-180	الملاحق



قائمة الجداول و الأشكال

1- قائمة الجداول

الصفحة	إسم الجدول	الترتيب
22	جدول يوضح نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية	1
26	الاختلافات الموجودة بين السوق لمالي و النقدي	2
81	أوجه الإختلاف بين السهم العادي و السهم الممتاز	3
117	توزيع إصدارات الأسهم في السوق الأولي الأردني (2007-2016)	4
119	توزيع إصدارات السندات في السوق الأولي الأردني(2007-2016)	5
120	قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة الممتدة (2007-2016)	6
130	ملخص لحركة مؤشر حجم التداول للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2007-2016	7
131	ملخص لحركة مؤشر عدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2007-2016	8
134	دور السوق الأولي في تمويل للاستثمار في الاردن	9
136	مساهمة الاسهم والسندات في الناتج المحلي الاجمالي	10
137	أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)	11
139	أحجام تداول سوق السندات في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)	12
140	مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2016	13
143	مساهمة القطاعات في أداء الشركات المدرجة خلال الفترة 2007-2016	14
144	أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2008	15
144	أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2009	16
145	أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2010.	17
145	أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2013.	18
146	أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2014	19
147	تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	20
148	القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا.	21
149	رسملة البورصة في الأردن خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	22
150	مؤشر حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	23
151	أحجام التداول القطاعية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	24
151	المعدل اليومي لحجم التداول لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	25
152	مؤشر معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	26
153	مساهمة القطاعات في معدل دوران الأسهم المدرجة لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2007-2016.	27
155	تطور مؤشر الرقم القياسي لأسعار غير المرجح لأسهم خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.	28
156	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا (غير المرجح) خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	29
156	تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة 2007-2016	30

قائمة الجداول و الأشكال

157	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالقيمة السوقية خلال الفترة 2016-2007.	31
158	تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة 2016-2007	32
159	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالأسهم الحرة خلال الفترة 2016-2007	33
160	مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض خلال الفترة 2007-2016.	34

2- قائمة الأشكال

رقم الشكل	إسم الشكل	الصفحة
1	تقسيم سوق رأس المال	19
2	مخطط يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	102
3	قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة الممتدة (2007-2016)	121
4	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2007	122
5	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2008	123
6	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2009	124
7	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2010	124
8	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2011	125
9	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2012	126
10	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2013	126
11	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2014	127
12	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2015	128
13	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2016	128
14	دور السوق الأولي في تمويل للاستثمار في الاردن خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	134
15	تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	142
16	مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	147
17	رسملة البورصة في الأردن خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	149
18	مؤشر حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016	150
19	مؤشر معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-	152
20	تطور المؤشر العام لسعر السهم غير المرجح خلال الفترة 2007-2016	155
21	تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2007-2016	157
22	تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة 2007-2016	158
23	مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.	161



فهرس الملاحق

قائمة الملاحق

الصفحة	إسم الملحق	رقم الملحق
180	قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة (2016-2007)	1
181	أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2016-2007)	2
182	أحجام تداول سوق السندات في بورصة عمان خلال الفترة (2016-2007)	3
183	المؤشرات الإحصائية الرئيسية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2011-2007.	4
184	المؤشرات الإحصائية الرئيسية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2016-2012.	5
185	القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا خلال الفترة الممتدة من 2011-2007.	6
185	القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا خلال الفترة الممتدة من 2016-2012	7
186	أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان خلال الفترة 2016-2007	8
186	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2007	9
187	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2008	10
187	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2009	11
188	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2010	12
188	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2011	13
189	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2012	14
189	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2013	15
190	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2014	16
190	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2015	17
191	نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول عام 2016	18
191	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2007	19
192	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2008	20
192	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2009	21
193	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2010	22
194	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2011	23
194	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2012	24
195	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2013	25
195	ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2014	26

قائمة الملاحق

196	الرقم القياسي لأسعار الأسهم (غير المرجح) خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.	27
197	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.	28
197	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.	29
198	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.	30
198	الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة من 2012-2016.	31
199	الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.	32
200	الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 2012-2016.	33

مقدمة عامة

مقدمة عامة

أثارت الأسواق المالية اهتمام العديد من الباحثين سواء اقتصاديين أو ماليين وذلك على المستويين الكلي والجزئي، وذلك نظرا للدور الهام الذي تقوم به في تمويل النشاط الاقتصادي من خلال عملية تعبئة وحشد المدخرات و توجيهها إلى القنوات الاستثمارية، وتعمل على دعم الاقتصاد الوطني من خلال مساهمتها في زيادة معدلات النمو الاقتصادي في كافة مجالات النشاط الاقتصادي بالإضافة إلى دفع عجلة التنمية الاقتصادية لمختلف الدول، كما تمثل عاملا مهما في جذب رؤوس الأموال والمدخرات، وتلجأ إليها الدولة لسد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، ولتمويل أهداف التنمية عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل، لكن لا يمكن أن تؤدي هذا الدور بشكل فعال إلا إذا توفرت فيها مقومات الكفاءة و الفاعلية والتي من شأنها أن تسهم في التقييم و الذي من شأنه أن يساعد في اتخاذ القرار الاستثماري وتلبية الحاجيات الاستثمارية لمختلف الوحدات الاقتصادية بالشكل الذي يضمن تحقيق مصالح الأطراف المتعاملة فيه.

ومن هذا المنطلق فإن واقع الأسواق المالية في الدول النامية يواجه صعوبات وعراقيل قللت من قدرتها على القيام بدورها الرئيسي في عملية التمويل نتيجة لضعف وعدم فعالية قنوات التمويل فيها و قلة الموارد المالية، كل هذا دفعها إلى القيام بسلسلة من الإصلاحات الاقتصادية من أجل النهوض باقتصادياتها ومواكبة التطورات العالمية وإقامة أسواق يكون لها دور فعال في تحقيق التنمية الاقتصادية، ومع انطلاق سوق الأردن للأوراق المالية، والدور المرتقب الذي يمكن أن يؤديه في تمويل الاستثمار في إطار عملية الإصلاح الاقتصادي والمالي والمصرفي التي انتهجتها الأردن في السنوات الأخيرة ظهرت الضرورة لمناقشة هذا الموضوع لإلقاء الضوء على أسواق الأوراق المالية ودورها المهم الذي تؤديه في عملية تمويل الاستثمار، مع الإشارة إلى تجربة سوق عمان للأوراق المالية بالأردن.

إشكالية البحث:

تواجه معظم الدول النامية ومنها الأردن مشكلة تمويل الاستثمارات بالرغم من توفر السيولة أحيانا والمدخرات المعطلة والخاملة فيها، لذلك من المتوقع أن تسهم أسواق الأوراق المالية في حل هذه المشكلة من خلال توجيه المدخرات المحلية و الأجنبية لتمويل الاستثمارات، كما تقوم أسواق الأوراق المالية بخلق أدوات مالية جديدة (الأسهم والسندات، صناديق الاستثمار ومحافظ الأوراق المالية وغيرها) تؤدي إلى توظيف مدخرات الأفراد والمؤسسات.

ومن خلال ما سبق فإن الإشكالية التي تحاول الدراسة أن تجيب عليها يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو دور الأسواق المالية في تمويل الاستثمار من خلال السوقين الأولي و الثانوي لاقتصاديات الدول بصفة عامة؟ وفي سوق عمان للأوراق المالية بصورة خاصة؟

ومن خلال هذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الجزئية التالية:

- ماهي مكانة ودور الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة ؟
- ما هو واقع تمويل الاستثمار في الاردن من خلال السوقين الأولي والثانوي لبورصة عمان في كثير من المجالات الاقتصادية خلال الفترة الممتدة من (2007-2016) ؟

فرضيات البحث:

تحقيقا لأهداف الدراسة وعلى ضوء المفاهيم النظرية والدراسات ذات الصلة بالموضوع، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- تساهم أسواق الأوراق المالية في جذب المدخرات وتوفير السيولة لتمويل الاستثمارات وتخفيض تكاليف تمويل الاستثمارات؛
- إن عمل السوق لم يرقى إلى التطلعات المنشودة من وراء استراتيجيات تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية الذي انتهجته الاردن خلال فترة الدراسة.

أهداف البحث

يهدف البحث إلى تحديد مفهوم أسواق الأوراق المالية وتطورها وأدواتها وأنواعها، وآلية وطرق تنفيذ العمليات فيها، ومدى فعاليتها والدور الذي تؤديه في النشاط الاقتصادي، مع التركيز على دورها في التمويل والاستثمار، بالإضافة إلى الدور المرتقب الذي يمكن أن تؤديه في تنشيط الاقتصاد الأردني في ظل عملية

الإصلاح المالي والنقدي واستراتيجيات تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية الذي انتهجته الأردن، ونظرا لأهميتها الكبيرة على جميع المستويات الاقتصادية سنحاول في هذا البحث الوقوف على مدى قدرة السوق المالي الأردني في تمويل الاستثمار، وسعيا منا إلى إثراء رصيد الجامعة بمواضيع جديدة وهامة في الأسواق المالية وعلاقتها بالاستثمار.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في التعريف بالدور المهم الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية، و التي ازداد الاهتمام بها في العقود الأخيرة، وأخذت تلعب مؤخرا دورا متناميا و مهما في عمليات التمويل و الاستثمار على صعيد الاقتصاد المحلي و العالمي، بالإضافة إلى تأديتها دورا مميزا في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد الوطني وتحويله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، والدور المهم المأمول والمنتظر أن تؤديه بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

أسباب اختيار الموضوع:

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع البحث والذي جاء تحت عنوان الأسواق المالية كآلية فعالة في تمويل الاستثمار يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- الميول و الرغبة الشخصية في دراسة موضوع الأسواق المالية والتعمق فيه؛
- اندراج الموضوع ضمن التخصص المدروس؛
- محاولة معرفة الدور الفعال الذي تلعبه الأسواق المالية في تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية؛
- مدى فعالية السوق المالي الأردني في تلبية الحاجيات الاستثمارية لمختلف الوحدات الاقتصادية الناشطة فيه؛

المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

نظرا لطبيعة البحث ومن أجل الإلمام بجميع جوانب الموضوع تم الاعتماد على المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة سواء في الفصل النظري أو التطبيقي من خلال التعرض إلى مختلف المفاهيم و الأسس النظرية، وقد تم توظيف المنهج التاريخي من أجل عرض وسرد أهم محطات إقامة السوق المالية الأردنية، أما المنهج التحليلي تم توظيفه من أجل تحليل مختلف بيانات ومعطيات الدراسة وذلك اعتمادا على مختلف المعلومات المتحصلة عليها من التقارير السنوية لبورصة عمان و البنك المركزي الأردني خلال فترة الدراسة، ومن أجل عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية، تم استخدام بعض العلاقات الرياضية متبوعة بجداول و رسومات بيانية وذلك بالاستعانة ببرنامج EXCEL.

تحديد إطار البحث:

تتمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية، الحدود المكانية تتمثل في سوق عمان المالي، أما الحدود الزمنية فتتمثل في الفترة الممتدة من (2007-2016) وذلك من أجل دراسة الدور التي تؤديه في تمويل الاستثمارات.

الدراسات السابقة:

هناك دراسات تناولت جوانب من الموضوع التي تتقارب في الغايات وموضوع هذا البحث لكن تتناول الموضوع من رؤى مختلفة تنصب مجملها عن دراسة الدور التي تؤديه الأسواق المالية في اقتصاديات الدول، ويمكن إيجازها فيما يلي:

الدراسة الأولى:

بن أعمر حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012- 2013 أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، استخلص الطالب من الدراسة القياسية لتقييم أداء فعالية الأسواق المالية في الدول النامية ما يلي:

أن حركة الأسعار لكل من البورصات المدروسة لا تتبع توزيع طبيعي، أي وجود عشوائية في أسعار الأوراق المالية و بالتالي كفاءة هذه الأسواق، ويبين اختبار استقراره السلاسل الزمنية لأسعار الأوراق المالية للعينة المدروسة عدم استقرارية هذه السلاسل باستثناء بورصة المغرب، مما يقوده إلى إستنتاج أنه يوجد عشوائية في حركة أسعار الأسهم حسب فرضية الصيغة لكفاءة الأسواق المالية و بالتالي كفاءة هذه الأسواق؛ ومن خلال هذا يمكن استنتاج أن النتائج المتحصل عليها هي نتائج ضعيفة لدى جميع الأسواق

الأسهم باستثناء سوق الأسهم المغرب، و بالتالي لاتزال الأسواق المالية في الدول النامية محل الدراسة دون المستوى الذي سيسمح لها بالمنافسة على القيام بدورها الرئيسي.

الدراسة الثانية:

عبد الحفيظ خزان، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تحت عنوان: تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية (2002-2013)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014، بناء على ما تم تناوله وما تم بحثه بخصوص التطورات التي شهدتها سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2002-2013) تم التوصل إلى جملة من النتائج تمثلت في:

يعد الجانب الأساسي لإقامة سوق أوراق مالية، توفر مناخ استثماري مستقرة وهذا من خلال حركة الاستقرار السياسي والاجتماعي والاقتصادي ... إلخ، وكذا زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تحسين القرارات و شروط الإدراج مع تنوع الأوراق المالية التي تعتبر أداة تحفيزه من خلال قلة المخاطر و تنوع آجال استحقاقها بالإضافة إلى توفر المؤسسات المالية الوسيطة لدورها الهام داخل السوق، وأن الغاية الأساسية للأسواق المالية هو إشباع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية بين الأفراد و المؤسسات والشركات، لذا فقد تعددت القنوات الرئيسية لانتقال أثر أسواق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي بين مؤيد وناقد، حيث تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة لجذب العملة الصعبة من خلال رؤوس أموال الشركات الأجنبية التي تنشط داخل السوق.

من خلال الرسم البياني لسلاسل و نتائج معنوية معاملات الارتباط الذاتي والأدوات الإحصائية المختلفة تم التوصل إلى قبول الفرضية البديلة بعد استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات سوق عمان للأوراق المالية و النمو الاقتصادي ووجود مركبة الاتجاه العام أن المتوسط والتباين يعتمد على الزمن.

ونظرا لعدم استقرار السلاسل الزمنية خلال الاختبارات الأولى توجب إزالة مركبة الاتجاه العام و تثبيت التباين من خلال تحويل البيانات إلى لوغاريتم الطبيعي لتثبيت التباين؛

من خلال اختبار (ADF)، (PP)، أشارت النتائج إلى أن المتغيرات جميعها غير مستقرة عند المستوى، لكنه استقر جميعها عند الرقم الأول هذا يعني أنها متكاملة من الدرجة الأولى وهذا ما يؤكد اختبار سكون البواقي، حيث كان البواقي متكاملة من الدرجة 0 عند مستوى معنوية 0.05؛

من خلال اختبار التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية (Normality tests) إتضح أن جميع السلاسل ذات معنوية احصائية من خلال اختبار (Jerque-Bera) مما يدل على أن البيانات لا تبتعد كثيرا عن التوزيع الطبيعي ولا تعاني من تقلبات حادة.

الدراسة الثالثة:

حليمة عطية أطروحة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تحت عنوان: دور السوق المالية في تمويل الاستثمار دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة الممتدة (2008-2013)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من الدراسة و محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة توصل الطالب إلى مجموعة نتائج تمثلت في:

يرتبط الاستثمار المالي بوجود سوق مالية وحجم وطبيعة الأوراق المالية المتداولة فيه توجد عدة مخاطر مرتبطة بالاستثمار المالي والتي مهما تعددت و تنوعت فإنها تصنف إلى مخاطر نظامية وغير نظامية ؛

- يشكل كل من العائد والمخاطرة مفهوميين مترابطين لا يمكن تفسيرهما بمعزل عن بعضهما البعض و يرتبطان بعلاقة طردية و على ضوءهما تتم المقارنة بين البدائل الاستثمارية؛

- العوامل التي تؤدي إلى حدوث التباين بين العوائد المحققة الفعلية تكون مصادر المخاطرة؛

- يؤدي توافر المعلومات المحاسبية إلى تخفيض درجة عدم التأكد المحيطة باتخاذ القرارات مما يساعد على اتخاذ القرار السليم الذي يحقق المنفعة المطلوبة.

الدراسة الرابعة:

سليم جابوا، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تحت عنوان: تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (2001-2010)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، من خلال عرض الجوانب التنظيمية لحركة أسعار الأسهم والعوامل المؤثرة وانطلاقاً من الفرضيات الأساسية وباستخدام الأساليب والأدوات الإحصائية، توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج تمثلت في:

إن بورصة عمان للأوراق المالية خطت خطوة كبيرة في إطار تطوير بنيتها التنظيمية، وخاصة بإدخال نظام التداول الإلكتروني والذي ساهم في تحسين أدائها، حيث بلغت قيمة الزيادة بين متوسط حجم التداول الأسبوعي قبل إدخال نظام التداول الإلكتروني ومتوسط حجم التداول الأسبوعي بعد إدخاله بـ 21.780113 مليون دينار أردني، كما تأثرت بورصة عمان بعوامل خارجية في حرب العراق (مارس 2003)، والتي تنتج عنها تغيرات هيكلية في حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان، فمن خلال اختبار chow تبين أن هناك تغيرات هيكلية في مؤشر بورصة للأوراق المالية ابتداء من اندلاع الحرب على العراق، حيث أخذت أسعار الأسهم اتجاهها مرتفعاً وبوتيرة عالية لم تشهدها من قبل، ويرجع هذا إلى أن الأردن المنفذ الوحيد لدخول البضائع إلى العراق، وتوصلت نتائج جميع الاختبارات المستخدمة في الدراسة و المتمثلة في اختبار التشويش الأبيض لسلسلة العوائد، إضافة نتائج اختبارات جذور الوحدة (ديكي فولر، ديكي فولر المتطور، فيليبس وبيرون) بجانب اختبار الاستقرار، سواء على المستوى القطاعي أو المؤشر العام لبورصة عمان إلى رفض فرضية السير العشوائي كون أن أسعار الأسهم تسير بنمط معين، وهوما يدل على أن بورصة عمان للأوراق المالية لا تتمتع بالمستوى الضعيف للكفاءة وعلى هذا الأساس، يتم قبول الفرضية الخامسة والمتعلقة بالحركة المنتظمة لأسعار الأسهم في بورصة عمان.

الدراسة الخامسة:

داودي خيرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، حاملة لعنوان: تقييم أداء وكفاءة الأسواق المالية دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2005-2009)، وبعد إتمام الدراسة توصلت الطالبة إلى النتائج التالية: أسعار الأسهم الشركات لا تسير عشوائياً، وذلك حسب الاختبارات المطبقة في ذلك على أسعار أسهم الشركات المدرجة في السوق عمان المالي خلال الفترة (2005-2009) جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012، وتختلف درجة تأثير كل من المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل الفائدة، معدل التضخم ومعدل الناتج المحلي الإجمالي) من متغير لآخر، حيث تساعد هذه المتغيرات على تفسير التغيرات التي تحصل على مؤشر السوق بورصة الأردن، وإن لمعدل التضخم تأثير ذو معنوية إحصائية، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل التضخم على مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%، وهناك تأثير لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر السوق، أي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية لمعدل الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر البورصة عند مستوى معنوية 5%.

الدراسة السادسة:

بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، وعليه وبناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة ومحاولة للإجابة على الإشكالية توصل الطالب الى مجموعة من النتائج تمثلت في أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات القانونية لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، وتعاني العديد من أسواق الأسهم العربية، من سوء تخصيص المعلومات المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المدرجة في هذه الأسواق، لذا فإن المستثمرين يعتمدون على التقارير السنوية في بناء قراراتهم الاستثمارية.

ويتضح نقص التطور النسبي في أسواق الأوراق المالية بشكل واضح من حصة الدول العربية من مجموع قيمة الرسملة السوقية في العالم، إذ قدرت هذه القيمة لتسعة أسواق عربية عام 2002 بأقل من 180 مليون دولار في حين قدر المجموع الكلي للقيمة العالمية بحوالي 10 ترليون دولار لنفس السنة، كم أنه من العوامل التي لاتزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية، ما يؤثر سلباً على ثقة المستثمرين بأسواقهم العربية، إضافة الى ضيق الفرص المتاحة

للتنوع، إذ تتسم جميع البورصات العربية بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمر للتنوع، ما يضع قيوداً على استراتيجيات الاستثمار الفردي أو المؤسسي.

الدراسة السابعة:

سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015، بعد إتمام الدراسة توصلت الطالبة إلى النتائج التالية: تتمثل مقومات السوق الكفاء في دقة وسرعة وصول المعلومات وإلى متطلبات كفاءة التشغيل والتسعير، والسيولة وعدالة السوق، التي تضمن نجاح وفعالية السوق المالي مما يؤدي إلى التطور والنمو الاقتصادي ورفع الكفاءة المعلوماتية تعتبر أساس الأسواق المالية لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، كما سجلت أسعار الأسهم العربية في السنوات الأخيرة تضخماً كبيراً، حيث شهدت عمليات شراء ضخمة و متتالية مدفوعة بأهداف تحقيق أرباح رأسمالية، ما أدى إلى ارتفاع مؤشرات بعض الأسواق بمعدلات قياسية وغير مسبقة إلا أنه بعد الأحداث السياسية الأخيرة الذي أثرت و بشكل سلبي على النشاط الاقتصادي وبالأخص على القطاع المالي بدأت عملية البيع تتراجع نتيجة لخوف المستثمرين من انهيار هذه الأسواق المالية العربية، و توالى عمليات البيع وسجلت مستويات الأسعار انخفاضاً حاداً، وبدأت تظهر علامات عدم الاستقرار التي مازالت قائمة حتى الآن. كما شهدت التجارة الخارجية لغالبية الدول العربية تحسن ملموس وذلك من خلال زيادة مستمرة في الصادرات والواردات العربية كنسبة إلى الناتج المحلي، إلا أنها لازالت تعاني من تركيز الصادرات في مجموعة السلع الأولية والتي تتسم أسعارها بعدم الاستقرار مما يضعف قدرة الدول العربية على تمويل واردتها، ويفرض قيوداً على عملية التنمية ويقلل من استمرارياتها وأدائها.

الدراسة الثامنة:

صلاح الدين شريط، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تحت عنوان دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر، جامعة الجزائر، 2011-2012، وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية: يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دوراً رئيسياً في دعم برنامج الخصخصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة، وذلك عن طريق زيادة التمويل الداخلي للمشروعات وشراء الأسهم المطروحة من جانب الحكومة للشركات التي تملكها وكذلك تمويل شراء أسهم المشروعات و الاستثمارات الجديدة و التي تطرح أسهمها في السوق لأول مرة، مما يساعد على توسيع قاعدة الملكية الخاصة وهو أحد الأهداف الرئيسية المرجوة من برنامج الخصخصة، كما أثبتت الدراسة أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه مع تقليل المخاطر لأقل درجة وتقليل التكاليف، وتعتبر تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برنامج الخصخصة وتطوير سوق المال عن طريقة تجربة صناديق الاستثمار التي اعتبرت تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وإنجازاتها، ولقد شهد بهذا النجاح الكثير من المستثمرين و الهيئات و المؤسسات الدولية التي تعني بتقييم الاداء الاقتصادي لبلدان العالم، ولقد أدى هذا النجاح إلى تحقيق النتائج للاقتصاد الوطني.

الدراسة التاسعة:

حسين علي قبلا، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، تحت عنوان دور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية جامعة دمشق، 2012، ، وقد توصل الطالب إلى مجموعة من النتائج تمثلت في:

- تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تمويل المؤسسات الاقتصادية حيث تعمل على التقليل من درجة مخاطرة الاستثمار في نوع واحد من الأوراق المالية.

كما تعمل أسواق الأوراق المالية على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد من خلال تحويل الفوائض المالية من مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية، تؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

صعوبات البحث:

واجهتنا صعوبات ومشاكل عسيرة أثناء إعداد البحث أهمها:

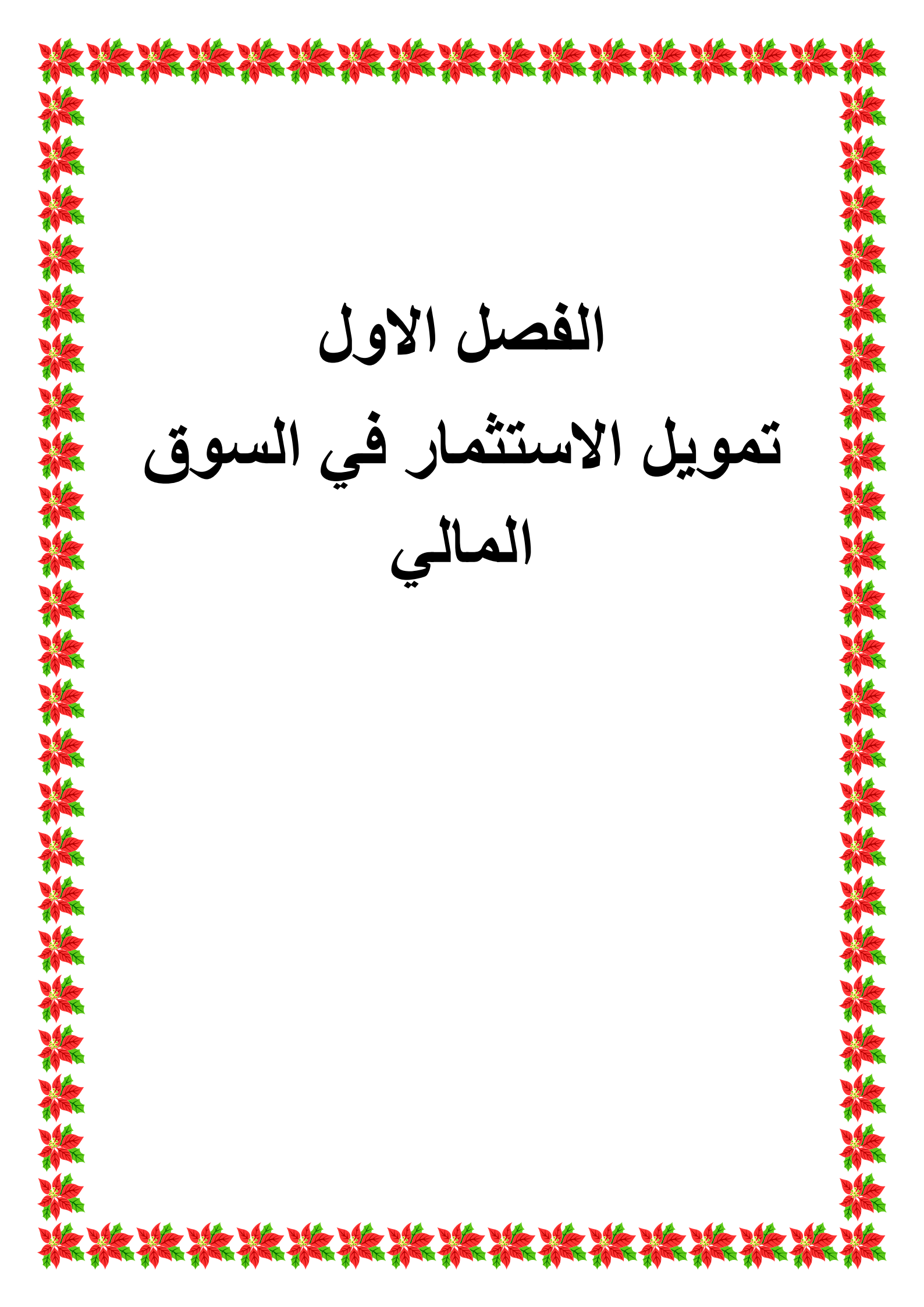
- ضيق الوقت المحدد للدراسة؛

- عدم توفر البيانات الاحصائية للاستثمار في الأردن لدينا، حيث لا يتم نشر هذه البيانات في الاحصائيات الأردنية.

هيكل وخطة البحث

قسمت الدراسة إلى فصلين بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة، والهدف من هذا التقسيم هو الإحاطة بالموضوع والإجابة عن التساؤلات المطروحة واختبار الفرضيات التي انطلق منها البحث حيث خصصنا الفصل الأول تمويل الاستثمار في السوق المالي، ويعتبر هذا الفصل كمدخل لدراسة الموضوع وإعطاء صورة شاملة عن الدور التي تقوم به الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث رئيسية، تناولنا في المبحث الأول الإطار النظري حول السوق المالي، ثم انتقلنا إلى المبحث الثاني الذي خصصناه لكفاءة ومؤشرات الأسواق المالية بينما تعرضنا في المبحث الثالث إلى محددات الاستثمار في السوق المالي أما المبحث الرابع والأخير فتم تخصيصه للتمويل عن طريق السوق المالي،

أما الفصل الثاني فقد خصص للدراسة التطبيقية وذلك من خلال تقسيمه إلى أربعة مباحث: المبحث الأول تضمن معلومات حول ماهية سوق عمان للأوراق المالية أما المبحث الثاني فقد خصصناه للتعرف على الهيكل التنظيمي للسوق المالي العماني وبعدها جاء المبحث الثالث تحت عنوان المتعاملون وآليات التداول في السوق المالي العماني، والمبحث الرابع خصص لدراسة مدى فعالية السوق في تمويل الاستثمار وفي الأخير ختمنا بحثنا بخاتمة عامة تضم نتائج البحث، ونتائج اختبار الفرضيات بالإضافة إلى التوصيات المقترحة.



الفصل الاول

تمويل الاستثمار في السوق المالي

تمهيد:

تحتل الأسواق المالية مكانة بارزة في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية وعلى المستوى المحلي والدولي في كونها تعتبر أداة تمويلية وفي نفس الوقت حلقة وصل بين مختلف الوحدات الاقتصادية المقرضة ذات الفائض والمقرضة ذات العجز، فهي تسعى دوماً إلى تشجيع أصحاب الفوائض المالية على توظيف أموالهم واستثمارها في مختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق بهدف الحصول على أكبر العوائد والأرباح في ظل المخاطر التي ينطوي عليها، وفي نفس الوقت تلبية المتطلبات الاستثمارية لأصحاب العجز المالي من السيولة من خلال عملية تجميع وتعبئة المدخرات في ظل عملية جد منظمة وتحت قواعد محكمة من طرف الهيئات المشرفة على ذلك وبما يضمن تحقيق المصالح لجميع الأطراف المتعاملة فيه، ومن هنا برزت أهمية الأسواق المالية كأحد أهم الآليات التي يتم بواسطتها توفير المصادر التمويلية لجميع القطاعات الاقتصادية بالإضافة إلا أنها مؤشر يقيس لنا أداء الاستثمارات المختلفة والمشاريع القائمة المدرجة بها من خلال حركة أسعار أو راقها المالية لتصبح بذلك مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية للدول، وبالتالي نهدف من خلال هذا الفصل إلى تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول كيفية تمويل وتلبية المتطلبات الاستثمارية عن طريق السوق المالي حيث ارتأينا إلى تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول : الإطار النظري للسوق المالي

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية

المبحث الثالث: محددات الاستثمار في السوق المالي

المبحث الرابع: التمويل عن طريق سوق رأس المال

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي

تعتبر الأسواق المالية مصدر من مصادر التمويل، بالإضافة إلى الدور الكبير الذي تلعبه في مجال الوساطة المالية حيث تجمع بين أصحاب الفائض المالي من خلال جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار والحصول عوائد أو فوائد وبين أصحاب العجز المالي الذين يبحثون عن مصادر لتمويل مشاريعهم.

المطلب الأول: ماهية السوق المالي

أولاً: مفهوم السوق المالي

تعددت التعاريف التي تناولت تعريف السوق المالي ومن بينها:

يمكن تعريف السوق المالي على أنه إطار يجمع الوحدات ذات الفائض المالي أو الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار مع الوحدات ذات العجز المالي التي هي بحاجة إلى الأموال عبر جهات متخصصة عاملة في السوق المالي توافر قنوات اتصال فاعلة¹.

ويعرف أيضاً بأنه أداة هامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية والتي تتلخص وظائفها الأساسية في شقين الأول تعبئة المدخرات والثاني توجيه هذه المدخرات أو المواد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة².

كما يمكن تعريفه على أنه سوق منظمة تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء مختلف الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والدول³.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص أن السوق المالي: مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أو راق مالية) أو أشياء غير موجودة (عقود) تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها، والتي إما أن تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة، شريطة أن تتم كل العمليات في السوق وتحت مراقبة السلطات العمومية ضماناً لحرية التعامل والعقلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية، بهدف توجيه واستخدام الموارد المتاحة بكفاءة عالية.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية

من خلال استعراض التعاريف السابقة لأسواق رأس المال نجد أن معظمها تتفق في بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق نذكر منها¹:

¹ نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان - الأردن، 2015، ص 109.

² بن أعمر حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013، ص 10.

³ جمال لعمارة، رئيس حدة، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة يومي 21، 22 نوفمبر 2006، ص 3.

- تتسم الأسواق المالية بتداول الأدوات المالية الأمر الذي أكسبها أهمية بالغة خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج إلى سيولة كافية مرتبطة بفترات السداد المناسبة؛
- تتسم الأسواق المالية بعوائد مرتفعة نسبيا، وبذلك استقطبت اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار؛
- على الرغم من أن الأدوات التمويلية للأسواق المالية ذات عوائد كبيرة نسبيا خاصة أسواق رأس المال إلا أنها تتسم بدرجة مخاطرة عالية جدا مقارنة بالأسواق النقدية، وذلك لكون أدوات الاستثمار طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية.
- ويلاحظ ان الصكوك المتبادلة في الأسواق المالية تمثل حقوقا للملكية أو ديونا على الشركات، وهذا يعني أن شراء الورقة المالية يؤدي إلى إنشاء نوعين من العلاقات الاقتصادية المهمة²:
- العلاقة بين مشتري الورقة المالية وبين المؤسسة أو الشركة التي قامت بإصدارها؛
- العلاقة بين المستثمرين أنفسهم.

ثالثا: أهمية ووظائف السوق المالي

1- أهمية السوق المالي:

- تحتل الأسواق المالية بأهمية بالغة سواء على المستوى الاقتصادي أو على مستوى الأفراد والمؤسسات المالية وهذا ما سوف نتعرض له³:
- أ- أهمية الأسواق المالية على المستوى الاقتصادي:
- تتمثل أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد فيما يلي:
- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: إن عملية التنمية تحتاج إلى رؤوس أموال كثيرة وهذا قد لا يتوفر لدى الدولة، وبدلا من اللجوء إلى الاقتراض الأجنبي الذي يترتب عنه أعباء ثقيلة بالديون فإنها تقوم بطرح مشاريعها التنموية.
 - تساهم هذه الأسواق في التنمية الاقتصادية من خلال الادخار والاستثمار وذلك بتعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمار ومن ثم تنشيط الاقتصاد؛
 - يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي إذ أن حجم العمليات ومستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد وضعفه أو لقطاع من قطاعات؛

¹ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015، ص 15.

² صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجرية جمهور مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية، 2011-2012، ص 90.

³ الداوي خبرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012، ص 5-6

- تساعد الأسواق المالية على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية.
- ب- أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:
 - تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وفق العرض والطلب؛
 - تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع جديدة وتوسيع الطاقة الإنتاجية؛
 - توسيع عملية الاختيار بالنسبة إلى المستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر؛
 - تساعد على إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة.

2- وظائف السوق المالي

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول وحدات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من وحدات الفائض إما بطريق مباشر أو بطريق غير مباشر، ومعنى ذلك أن التمويل يتم بطريقتين:¹

أ- التمويل المباشر:

وفيه تحصل وحدات العجز المالي (التي تحتاج إلى المال) على ما تحتاجه بشكل مباشر من وحدات الفائض المالي، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة مثل: الأسهم، السندات وأذونات الخزينة، وهذا التمويل المباشر يمكن أن يتم بدون تدخل أو وجود أجهزة الوساطة المالية غير المصرفية، أو قد يتم بالاستعانة بخدمات بعض الأجهزة مثل: صناديق الاستثمار وسماسرة الأوراق المالية.

ب- التمويل غير المباشر:

وذلك من خلال أجهزة الوساطة المالية مثل: البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها. وتقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض بطريقتين: الأولى من خلال الودائع بأشكالها كافة، جارية، لأجل، التوفير، والثانية من خلال إصدار أوراق مالية خاصة مثل وثائق التأمين على الحياة وشهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم تقوم المؤسسات السابقة باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو استخدامه في شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها وحدات العجز المالي. كما تؤدي السوق المالية وظائف أخرى تفسر وجودها وأهميتها الاقتصادية، ومن خلال هذه الوظائف يتمكن النظام المالي من تحقيق الاستثمار الأفضل للموارد المالية وتحقيق التوازن في توزيعها، ومن أهم هذه الوظائف:²

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية-عمان، 2010-1431، ص69.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن- عمان، 2012، ص25.

- اكتشاف السعر، فالسوق المالية توفر الوسائل اللازمة لتفاعل البائعين والمشتريين لتحديد سعر الأصل المالي، أو بتعبير آخر معدل العائد المطلوب؛
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات المساهمة؛
- إضفاء صفة السيولة والمرونة العالية للأصول المالية والتي يصعب تصورها في حالة غياب هذه الأسواق؛
- تساهم الأسواق المالية بتخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة؛
- توسيع قاعدة الخيارات لأصحاب المدخرات والثروات؛
- حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني؛
- تخفيف الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل؛
- تساعد بفاعلية على ترصين قاعدة رأس المال والتخصيص العادل والكفؤ للموارد.

المطلب الثاني: آليات وقواعد تنظيم البورصة.

أولاً: شروط إنشاء الأسواق المالية

- لكي يتم إنشاء سوق مالي فعال لابد من توفر الشروط التالية:¹
- اعتماد آليات السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة النقدية والمالية للدولة في هذا الاتجاه؛
 - متانة النظام المحاسبي مع إيلاء تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي أهمية كبيرة وتلتزم كافة الشركات التي تتبادل أو راقها المالية في السوق؛
 - وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالسوق المالي؛
 - اعتماد معايير المحاسبة الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبة كفؤة وتدقيق كفؤ وملتزمة بأخلاقيات المهنة؛
 - توفر بيوت الخدمة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار أو لا؛
 - إيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمر في السوق المالي.

ثانياً: الهيئات المنظمة للبورصة

توجد العديد من اللجان لإدارة سوق الأوراق المالية سواء كانت لجان عليا أو فرعية:¹

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2012، ص 39-40.

1- اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية:

تعتبر أحد التنظيمات الرئيسية لسوق الأوراق المالية والتي تمارس مجموعة من المهام نذكر منها:

- الإشراف على سير العمل في البورصات والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة التزام الأعضاء بها؛
- يجوز للجنة البورصة أن تقرر وبأغلبية أعضائها، إذا حدثت ظروف خطيرة وضع تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- القيام بدور السلطة التأديبية على جميع أعضاء البورصات وعلى المندوبين والوسطاء، وذلك فوق القواعد التي ينص عليها القانون واللوائح؛
- قبول السماسرة وشركات السمسرة العمل لصالح العملاء.

2- اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

هناك اختلاف في أسماء اللجان من سوق لآخر إلا أن المهام الموكلة لها متشابهة، ومن أهم هذه اللجان نجد:

أ- **مكتبة لجنة البورصة:** يساعد لجنة البورصة للقيام بعملها وتنفيذ مهام العمل الإداري وتنظيم أعمال اللجنة وتحديد الأعمال وطرح الموضوعات؛

ب- **لجنة التأديب:** تحال إليها المخالفات التي ترتكب أثناء العمل، بالإضافة إلى النظر في الشكاوى التي ترفع إليها، وتعين لجنة التأديب من قبل لجنة البورصة سنوياً، ويتم اختيار ثلاثة أعضاء من لجنة البورصة.

ج- **لجنة التحكيم:** تحال إليها المنازعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين للبحث فيها وقد يكون النزاع بين أعضاء البورصة أو بين أحدهم وبعض العملاء، بشرط اتفاق الأطراف على اللجوء إلى التحكيم، ويقوم التحكيم بدور الحفاظ على العلاقات بين أطراف النزاع، وتعتبر قرارات هيئة التحكيم نهائية وغير قابلة للاستئناف؛

د - **الجمعية العامة:** يرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، يتم التصديق على الميزانية المقدمة إليها وعلى حساب الإيرادات والنفقات وإبداء الآراء في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات؛

هـ- **مندوب الحكومة:** تعينه الوزارة المختصة لدى البورصة، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، ويحضر هذا المندوب كافة اجتماعات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجنة التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية، ويحق لهذا المندوب الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة واللجان الفرعية إذا كانت هذه القرارات مخالفة لقوانين البورصة أو الصالح العام؛

و- **لجنة المقاصة:** تختص بتسوية كافة المعاملات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدينين.

¹ عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، السنة الجامعية 2015-2016، ص29.

3- عضوية سوق الأوراق المالية:

تتكون الجمعية العامة لسوق الأوراق المالية من ثلاث مجموعات من الأعضاء وهم:

- أ- **الأعضاء المنظمون:** هم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم تعيينهم في حقل لجنة البورصة؛
- ب- **الأعضاء المراسلون:** وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السمسار المراسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل؛
- ج- **الأعضاء العاملون:** هم السماسرة الذين يقومون بعقد عمليات البيع والشراء الأوراق المالية بين المتعاملين في البورصة ويحصل مقابل خدمته على عمولة.

ثالثا: المتدخلون في السوق المالي:

تمارس سوق المال عادة والبورصة خاصة عملياتها بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصاديين فمنهم الطالبون والذين تنتقل فوائض أو مدخرات العارضين لرؤوس الأموال وذلك بواسطة فئة يقتصر نشاطها على عملية بين العارضين والطالبين والوسطاء وتتمثل فيما يلي:¹

1- العارضون لرأس المال:

وهم أصحاب الأموال أي المدخرات، أو من لهم فائض في مواردهم المالية، ويريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسم عارضوا رؤوس الأموال إلى فئتين:

- أ- **الفئة الأولى:** تضم أصحاب الادخار الفردي وهو الجزء المتبقي من الدخل بعد عملية الإنفاق وتتميز هذه الفئة بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالتناظر وعدم التجانس.
- ب- **الفئة الثانية:**

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

2- الطالبون لرؤوس الأموال:

الطالبون لرؤوس الأموال يأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، والشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية العجز أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق أو مواجهة نفقات غير عادية.

3- الوسطاء الماليون:

يتدخل في البورصة عدد من الوسطاء، نذكر منهم:²

¹ بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 51-52.

² حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات- راسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 60.

أ- سماسرة الأوراق المالية:

وهو وسيط مالي، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، وبمعاونة مساعديه مقابل عمولة سمسرة محدد باللائحة تدفع من الطرفين، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة السمسرة، وتعد مهنة السمسرة مهنة قانونية، كما أن التعامل بالأوراق المالية في البورصة لا يجوز إلا بواسطة أحد السماسرة المقيمين بها، ولهذا وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم مهنة السماسرة ومعاونيهم، ونظرا للمهمة التي يقومون بها يشترط أن تتوفر فيهم الشروط الآتية:

- **الأهلية القانونية:** كحمله جنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وسن العمل.
- **النزاهة التجارية:** كعدم إشهار إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد مالم يرد اعتباره؛
- **الكفاءة الفنية:** أي حصوله على حد ادنى من التعليم شهادة البكالوريوس، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لمدة لا تقل عن ثلاث سنوات؛
- **الكفاءة المالية:** وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.
- **الشروط الإجرائية:** كاجتياز الاختبار التحريري والشفوي والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في اقتراح سري، ودفع وتقديم كفالة مالية أو شخصية، وبتوافر هذه الشروط في المرشح سيقبل كسمسار في البورصة، ويقيد اسمه في سجل السماسرة، وبعد تسديد رسوم القيد والاشتراك والتأمين، ويجوز أن يقوم السماسرة بمهنة السمسرة على شكل شركات سمسرة أيضا وشروط السمسار نفسها.
- ب- **معاونو السمسار:** يعاون السمسار في تنفيذ أعماله عدد من المساعدين منهم المندوب الرئيسي والوسيط، وصانع السوق إلخ.

ج- **المندوب الرئيسي:** هو مستخدم يعمل بأجر لدى السمسار يعاونه في تنفيذ الأوامر في المقصورة، ولا يجوز أن يعمل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، ومن ثم لا يجوز له أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار أو أن يعمل لحسابه الخاص.

د- **الوسيط:** مساعد للسمسار يتكفل بمهمة ربط الاتصال بين السمسار والعميل لديه، ويحصل على حصة من العمولة، وهو المسؤول عن العمليات التي تتم بواسطته أمام السمسار¹.

هـ- **صانع السوق :** أو صناع السوق هي جهات مرخص لها العمل باستمرار في تحديد سعر ورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق المخصصة لهم في البورصة، ويهدف صانع السوق إلى تحقيق سيولة (طلب أو عرض) دائمة ومستمرة على ذلك السهم أو تلك الأسهم، كما يلتزم صانع السوق في كل يوم من

¹ بن دحان إلياس الأزهر ، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصادي العربي - دراسة حالة: الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013، ص9.

أيام التداول ل بوضع أسعار معلنة لشراء أو بيع ورقة مالية معينة أو أكثر، مما يتيح للسماسة عبر شاشات التداول متابعة تلك الأسعار¹.

و- **المتخصصون:** يقصد بهم أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في أسهم مجموعة محددة من المنشآت، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، وهو الذي يطلع وحده على دفتر الأوامر المحددة للأسهم الذي يتعامل فيها وهو ما يعد بالطبع نوع من الاحتكار².

المطلب الثالث: عمليات التسعير في البورصة

أو لا: عمليات البورصة

يمكن تصنيف عمليات التداول ل في السوق المالي حسب وقت التنفيذ إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1- العمليات العاجلة:

وهي تلك العمليات التي يتم إبرام صفقاتها وتنفيذ هذه الصفقات بشكل مباشر ويستلم البائع ثمن الأوراق المالية إلى المشتري وتنتقل ملكية الأوراق فوراً³. ويتم تسليم الأوراق المالية فور إتمام الصفقة وسواء كان ذلك في سوق منظمة أو غير منظمة، وتكون أغلب الأسواق خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة على الأكثر، أو خلال مدة لا تتجاوز الساعة الواحدة من افتتاح جلسة التداول⁴.

وينبغي ان تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعروضة وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به، ويمكن إرجاع سبب اختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في السوق العاجلة لسببين، إما قصد الاحتفاظ بجملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف رؤوس أموال وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعتمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية⁵.

2- العمليات الآجلة:

أ- **تعريف العمليات الآجلة:** وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصنيفها في تاريخ معين يجري فيه التسليم ماعدا حالات التأجيل التي يتفق فيها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها، وتجري التصفية كل شهر مرة واحدة قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائياً بين

¹ سليم جابوا، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص39.

² لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 49.

³ دريد كامل آل شيب، مرجع سابق، ص136.

⁴ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 62.

⁵ محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 8-9 ماي 2004، ص:9.

المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيعا وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية¹.

ب- أنواع العمليات الآجلة: تتم التصفية في البورصة على نوعين:²

- **عمليات آجلة قطعية:** وهي عمليات يتم فيها البيع والشراء فورا، على أن يتم الدفع والتسليم فيما بعد، أي يحدد تنفيذها بموعد ثابت، يسمى موعد التصفية أو التسوية، وتكون هذه العمليات قطعية، بحيث لا يمكن للمتعاقدين الرجوع عن تنفيذ العقد، ولا بد أن يحدد الحد الأدنى للأوراق المالية التي يمكن إجراء الصفقة عليها، ويؤدي تنفيذ البيع القطعي إلى خسارة أحد المتعاملين، إذا كان السعر يوم التصفية معادلا لسعر البيع؛
- **عمليات آجلة بشرط:** تتميز هذه العمليات بعدم إمكانية تصفيتها إلا عند حلول أجلها، كما تتسم بعدم تحديد التزامات وواجبات طرفي العقد، بحيث يترك لهم المجال لحين وقت التصفية لتوفير جملة من الخيارات التي تمكنهم من القيام ببعض المناورات التي تكون عادة لتفادي الخسائر، ومن أشكال هذه العمليات نذكر:³
- **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي المعاملات التي يمكن للمتعاقدين تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع تعويض أو مكافأة ويعرف اليوم السابق لتاريخ التصفية بيوم جواب الشرط حيث يتم تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت الصفقة ببيوم جواب الشرط حيث يتم تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت التصفية، وفي حالة امتناع المشتري من إتمام الصفقة فإنه يتعين عليه دفع التعويض الذي تم الاتفاق عليه، وفي جميع الحالات فإن البائع ليس بوسعه إلا قبول القرار المتخذ من طرف المشتري؛
- **العمليات الآجلة بشرط الزيادة (الخيار):** وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة عند تاريخ التصفية، أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع التعويض للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار، سواء في حالة الشراء أو البيع؛
- **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** تتكون هذه الصيغة من عملية المزاجعة بين نوعين من الأوامر على الصفقة الواحدة والتي لها صفة الشراء وبشرط، وتتميز هذه العمليات في أن للمتعاقدين حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، إلى جانب هذا فإن العمليات ترتكز على سعرين والمتعامل له حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى؛
- **المرابحة والوضعية:** كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، ومن مصوغات هذا التأجيل أن المتعاملين قد يبدو أنه ليس بمقدورهم تنفيذ الصفقات المبرمة ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف ما تم التنبؤ به وتأخذ صفتين هما المربحة والوضعية.

¹ بن امر بن حسين، مرجع سابق، ص41.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص64.

³ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص105 - 106.

- **المرابحة:** إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المستثمرين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتها من قبل البائعين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى تدخل الممولين الذين يقبلون بتقديم الأموال اللازمة للمشتري الذي بإمكانهم تأجيل وضعيتهم حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة " عمولة" من قبل المشتري إلى الممولين وتدعى فائدة العمولة بالمرابحة.
- **الوضعية:** على عكس المرابحة، إذا كان عدد الأوراق المؤجلة موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق بكثير عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتري، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين، مقابل عمولة يحصلون عليها تعرف بالوضعية.

ثانيا: أوامر البورصة

- 1- **تعريف الأوامر:** يمثل الأمر طلبا أو تفويضا يصدره المستثمر إلى وكيله السمسار لشراء أو بيع الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة في البورصة¹، ويتضمن عادة معلومات نمطية تتمثل فيما يلي:
 - نوع العملية أو الصفقة، هل هي بيع أو شراء؛
 - عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛
 - طبيعة الورقة المالية؛
 - نوع السوق، فورية أم آجلة؛
 - مدة صلاحية الأمر، يوم، شهر، أم مفتوح؛
 - نوع الأمر، هل هو محدد السعر أم غير ذلك.
- 2- **أنواع الأوامر :**

يمكن تقسيم الأوامر إلى مجموعتين رئيسيتين:³

- أ- **الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:** وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل الزمني في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي هذا الصدد يوجد بدليلين اثنين يتمثل الأول في أمر يطلب فيه العميل من السمسار التنفيذ بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليه أمر السوق، وأمر يشترط فيه العميل سعرا محددا للتنفيذ ويطلق عليه أمر محدد.
- **أمر السوق:** يعتبر أمر السوق من أكثر الأوامر شيوعا، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة، ومن أهم مزايا هذا النوع من الأوامر هي

¹ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودرها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة ضمن شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باثقة، 2006-2007، ص 37

² Jean Francois Susbielle, Comprendre La Bourse sur Internet (Paris: Editios d'organisation, 2001), pp 356-358.

³ منير ابراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، 2006-2007، ص 60.

السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم عيوبه فيتمثل في أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند اخطاره به.

● **الأمر المحدد:** في الأمر المحدد يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السماسر إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو إلى أقل منه في حالة أمر الشراء، أو إلى أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

ب- الأوامر الخاصة:

نجد في هذا النوع نوعين من الأوامر تتمثل فيما يلي:¹

● **أمر الإيقاف:** يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداه، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف: أوامر تتعلق بالبيع وأخرى بالشراء، وفي أوامر البيع التي تتعلق بالبيع يصبح لزاماً على السماسر أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، أما الإيقاف الذي يتعلق بالشراء فيقضي بأن يقوم السماسر بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعداه، ونستنتج أن أمر الإيقاف يعتبر وسيلة لتفادي الخسائر أو التقليل منها، وسواء تعلق الأمر هنا بأمر شراء أو بأمر بيع فإنه يتحول في مرحلة معينة إلى أمر سوق، خاصة إذا استمرت الأسعار في الانخفاض بالنسبة لأمر البيع، أو استمرت في الارتفاع بالنسبة لأمر الشراء؛

● **أمر الإيقاف المحدد:** في هذا النوع من الأوامر يتم تحديد حد أدنى لسعر البيع، وحد أقصى لسعر الشراء، ويتم التنفيذ عندما يبلغ السعر هذه الحدود أو عند أسعار أفضل منها، من الصعوبات التي يواجهها هذا النوع من الأوامر هو سرعة التقلب في أسعار السوق ارتفاعاً أو انخفاضاً مما يصعب من عملية تنفيذ الأمر.

ج- **الأمر المحدد بالزمن:** يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل الزمني في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وهي كالتالي:²

● **أوامر محددة بيوم:** ويقصد بالأمر المحدد بيوم الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى في ساعات اليوم؛

● **أوامر محددة بأسبوع أو شهر:** وبالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه؛

● **الأمر المفتوح:** يقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه.

د- **الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** وهي تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل الزمني في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها في حدود سعر معين وتشمل:³

¹ لطرش سميرة، مرجع سابق، ص 54-56.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، اسكندرية، 2012، ص 128-129.

³ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 37.

● **الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية معينة:** يقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر، ومزايا الأوامر المحددة للزمن؛

● **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافٍ للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط الذي يريدها؛

هـ- **أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** على عكس الأوامر السابقة والتي يكون فيها للمستثمر الفصل في تنفيذ الأمر من عدمه، فإن الأمر حسب مقتضى الأحوال يعطي للسماح الحق في إبرام الصفقة وإجراء العمليات حسب توقعاته، وقد تكون حرية السماسر في هذا النوع من الأوامر مطلقة في وضع مواصفات الأمر كوقت التنفيذ والسعر والكمية أو مقيدة بإحدى المواصفات، ويوفر هذا النوع من الأوامر قدرا كبيرا من المرونة للسماسر وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرصة المناسبة دون تكليف نفسه- أي السماسر- عناء استشارة زبائنه.¹

3- تكاليف تنفيذ الأوامر: تتضمن نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة:

أ- **التكاليف المباشرة:** وتتضمن ما يلي:²

● **عمولة السمسرة:** هي العمولة التي تدفع للسماسر وغالبا ما يجري التفاوض علما أنها مرتبطة بالعملية المنفذة وتتناسب عكسيا مع عدد مرات التعامل، وطرديا مع نوع الخدمات التي يقدمها السماسر، لذلك غالبا ما يفضل صغار المستثمرين التعامل مع بيوت الخصم التي تقتصر مهامها على تقديم خدمات لإتمام العملية دون تجاوزها لخدمات إضافية كذلك المقدمة من طرف بيوت السمسرة؛

● **ربح صافي السوق:** يشار إليه للفرق بين سعر الورقة المالية وسعر بيعها بربح صانع السوق أو الهامش أو المدى ويتحدد هذا الهامش نتيجة أتعاب صانع السوق وتكلفة الاحتفاظ؛

● **الخصم على السعر:** هو عبارة عن الخصم الذي يمنحه المشتري للبائع، والذي يمثل جزء من تكلفة المعاملات حيث يتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق، والمستثمر.

ب- **التكاليف غير مباشرة:** إلى جانب التكاليف غير المباشرة والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليها الاستثمار في هذا المجال.³

¹ رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص 40.

² عمر عبو، مرجع سابق، ص 38.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 164.

ثالثا: تقنيات التسعير في البورصة.

لا تختلف هذه العملية كثيرا عنها في الأسواق العادية، حيث يلتقى الباعة والمشتريين للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، تتم هذه العملية بعدة تقنيات تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية، تهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا وهي كالتالي:¹

1- **التسعير بالمناداة:** تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق ، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة من أهم مزاياه الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة؛

2- **التسعير بالتدرج:** تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة؛

3- **التسعير بالصندوق:** هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي، مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها من قبل سلطات البورصة، حيث يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس درج تابع للوسيط المالي المتخصص كما هو الحال في التقنية السابقة، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن؛

4- **التسعير بالمقابلة:** وفقا لهذه الطريقة يتم تسجيل الأوامر على السجلات بالإضافة إلى النقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة، وتجدر الإشارة إلى طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذا جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بواسطة الإعلام، بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذي يحق لهم أن يكونوا طرفا

¹ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 107-108.

في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها، أو شرائهم للأوراق المالية التي قل الطلب عليها الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

المطلب الرابع: انواع الاسواق المالية

يمكن أن تقسم السوق المالية الى قسمين:

أولاً: سوق النقد:

1- تعريف سوق النقد:

السوق النقدية هي الشق الأول للسوق المالية، يتم تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، وذلك من خلال بيوت السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق¹.

2- الأدوات المتداولة في السوق النقدي:

أ- **أذونات الخزينة:** هي أداة من أدوات التمويل بالمدىونية، تصدر الحكومة هذه الأذون من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لآجال قصيرة أقل من سنة، وتشمل هذه الاحتياجات المالية الحاجة إلى سداد الفوائد على السندات وكذلك سداد الأذون التي يحل أجل استحقاقها²؛

ب- **القبولات المصرفية:** تعتبر القبولات المصرفية هي الأخرى أداة دين صادرة عن بنك تجاري وهي عبارة عن سحبات بنكية يستخدمها الموردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب³؛

ج- **الأوراق التجارية:** من الوسائل التقليدية التي استخدمت للدفع، ظهرت بعد النقود مباشرة، بحيث تمثل كمبيالات لحاملها تصدر الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي وسمعتها الضريبية في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين ثلاث أيام و270 يوم، والهدف من إصدارها الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري للشركة مثل شراء المخزون، ودفع الأجور⁴؛

د- **اتفاقية إعادة الشراء:** عبارة عن عملية الحصول على الأموال عن طريق بيع وشراء متزامن لأوراق مالية يكون فيها البيع حاضرا والشراء في وقت لاحق، وبالتالي فهي تمثل أسلوبا للإقراض مضمون وقصير الأجل⁵.

ثانياً: سوق رأس المال:

1- **تعريف سوق رأس المال:** هو السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل ورؤوس الأموال طويلة الأجل.

¹ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص40.

² محمد أحمد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009، ص 52.

³ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص69-70.

⁴ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 15.

⁵ عبد الكريم أحمد قندور، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014، ص 32.

والهدف من الاستثمار في هذا السوق هو زيادة الدخل، ومنح الأولوية لهذا الهدف، ويكون سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من سوق النقد، وله سوق أو لية للإصدارات الجديدة وسوق ثانوية للإصدارات القائمة¹.

2- تصنيفات السوق المالي:

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية:

أ- **أسواق حاضرة:** وهي عبارة عن الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الآجل مثل الأسهم والسندات والأسهم الممتازة على مختلف أنواعها²، ويتم تسليم الأوراق المتداولة فيها فوراً أي خلال ثلاثة أيام من تاريخ إبرام الصفقة³، وعليه يمكن تقسيم السوق الحاضرة إلى قسمين سوق أو لية وسوق ثانوية:

- **السوق الأولية:** وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية⁴، وتتمثل هذه الإصدارات في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن الشركات أو شخصية من الشخصيات التي يحق لها الإصدار، ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب على الاستثمار⁵.

- **السوق الثانوية:** وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الإدراج والتي سبق تداولها من السوق المالي، وعادة ما يطلق عليها بالبورصات أو الأسواق الثانوية، فهي أسواق تنتقل فيها الأموال من الأفراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال أدوات مالية طويلة الأجل أهمها الأسهم والسندات⁶.

وينقسم سوق التداول بدوره إلى قسمين السوق المنظم والسوق غير المنظم:

• **أسواق منظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى⁷.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 179.

² حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2012، ص

³ أحمد محمد النبي، مرجع سابق، ص 32.

⁴ Shall Helly.C, Introduction to financial Management , MC Graw-Hill, New work, 1998, p.27.

⁵ عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي- دراسة حالة عمان للأوراق المالية من 2002-2003، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية: 2013-2014، ص29.

⁶ اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 158.

⁷ معنوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015/2016، ص52.

تعد قواعد التسجيل وإجراءاتها في السوق المنظمة أساسية لقبول الورقة المالية وكنموذج لقواعد التسجيل في الشروط العامة النقاط التالية:¹

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة الذي حققته المنشأة العام المنصرم عن 2.5 مليون دولار وأن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين السابقتين عن ذلك العام؛
 - أن لا تقل قيمة الأصول الملموسة للأسهم عن 18 مليون دولار؛
 - أن يملك الجمهور في رأس المال قيمة لا تقل عن 1.1 مليون دولار؛
 - وجود 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل.
- وبمجرد قبول وتسجيل أسهم الشركة يصبح إلزاما عليها:
- ✓ الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة؛
 - ✓ نشر تقرير ربع نهائي عن أرباحها؛
 - ✓ نشر حساباتها الختامية سنويا؛
 - ✓ امتناع العاملين بها في التعامل في تلك الأسهم على أساس البيع على المكشوف.
- **أسواق غير منظمة:** يقصد بها الأسواق التي تجري فيها التعامل بالأوراق المالية ولكن مقصورة البورصة التي تتولاها بيوت السمسرة، لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات حيث يتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات المختلفة عبر شاشات الاتصال الالكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض للشراء أو البيع².
- ويتضمن هذا السوق غير المنظم سوقين آخرين هما السوق الثالث والسوق الرابع.
- **السوق الثالث:** ويتكون هذا السوق من مؤسسات السمسرة وهي مؤسسات ضخمة تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية بكميات ومبالغ ضخمة³.
 - **السوق الرابع:** هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج البورصة⁴.
- ب- **أسواق مستقبلية:** وهي الأسواق التي يتم فيها الاتفاق على تنفيذ الصفقة في المستقبل فعندها تسمى بالسوق المستقبلية أو الآجلة⁵.

¹ بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة لبورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تداخل متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 28-29.

² بن امر بن حسين، مرجع سابق، ص 27.

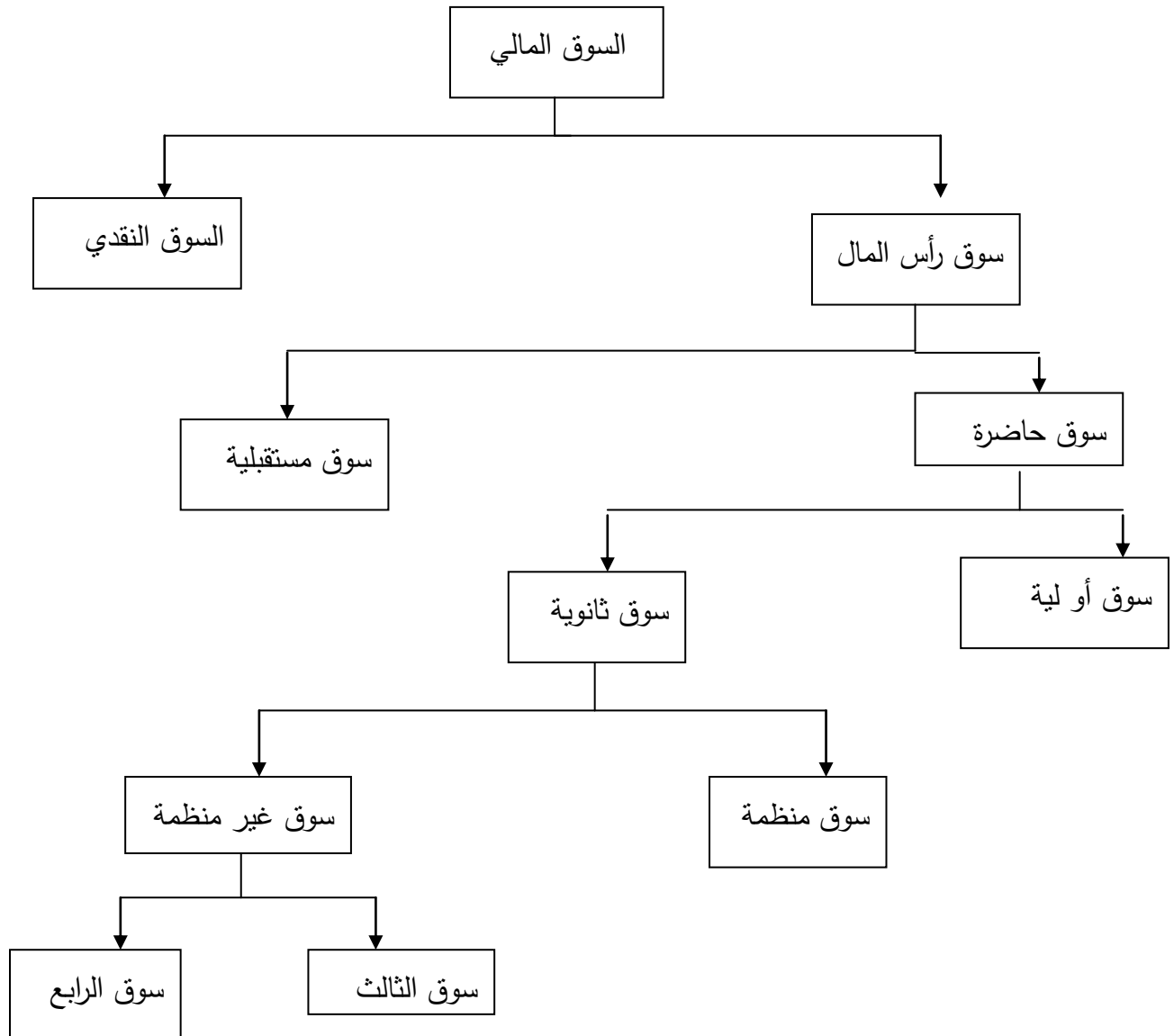
³ بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص 30.

⁴ معتوق جمال، مرجع سابق، ص 53.

⁵ زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 2007، ص 127.

- ج- تقسيم الأسواق المالية حسب المجال الذي تغطيه: طبقاً لهذا التقسيم يتم تقسيم الأوراق المالية إلى:¹
- أسواق محلية: ويقصد بها الأسواق المالية في الدولة حيث تتمثل غالبية التعاملات في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات المحلية بنفس الدولة؛
 - أسواق دولية: ويقصد بها الأسواق الدولية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والجهات في مختلف الدول، ومن أمثلة هذه الأسواق: السوق الأوروبية؛
- والشكل التالي يوضح تقسيمات السوق المالي :

الشكل 01: تقسيم سوق رأس المال



المصدر: امير بن حسين (مرجع سابق) ص: 11

¹أحمد محمد النبي، مرجع سابق، ص 33-34

3- الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي:

أ- الأدوات التقليدية:

من أهم الأدوات التي يتم تداولها في سوق رأس المال أدوات الملكية والمديونية والتي سيتم التطرق إليها بالتفصيل في المبحث الأخير من فصلنا، فضلا عن ذلك ظهور منتجات جديدة اتخذها المستثمر كأدوات جديدة للتداول والمعروفة حاليا بالمشتقات المالية والتي سنتطرق إليها بالتفصيل.

ب- المشتقات المالية:

تعرف المشتقات المالية على انها أداة مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع الأوراق المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فهي تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط من المخاطر بين الأسواق والمضاربة¹.

ويمكن تعريف الأوراق المالية المشتقة بأنها عقود مالية تستمد قيمتها من أدوات السوق المالية مثل الأسهم والسندات والعملات والسلع أي الأصول التي تمثل موضوع العقد². ويتضمن العقد تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل، وتحديد الكمية التي يطبق عليها السعر وكذلك الزمن الذي يسري في العقد، إلى جانب تحديد الشيء محل العقد (سعر فائدة أو سعر الورقة المالية أو سعر سلعة أو سعر صرف أجنبي)³، ويمكن حصر أهم أنواع المشتقات المالية فيما يلي:

ج- العقود المستقبلية:

- تعريف العقود المستقبلية:

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد.⁴

- عناصر العقود المستقبلية:

تتوفر على العديد من العناصر أهمها:⁵

- السعر في المستقبل: وهو السعر الذي يتفق عليه الطرفان لإتمام تبادل الصفقة في المستقبل؛

¹ بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمات المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية السوق، جامعة قصدي مرياح، ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012، ص43.

² Ali Hirs, salih N. Neftci, An Introuduction To the Mathematics of Financial Derivatives, Academic Press is an imprint of Elsevier, United States of America, 2014, p02.

³ العقون نادية، العولمة الإقتصادية والأزمات المالية الوقاية والعلاج- دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص: إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013، ص71.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 253.

⁵ شقيري موسى نوري، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان- الأردن، 2015، ص 186.

- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام التبادل¹؛
- محل العقد: وهو الشيء المتفق على بيعه أو شرائه بين الطرفين؛
- مشتري العقد: وهو الملتزم باستلام الشيء محل التعاقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني؛
- بائع العقد: وهو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل التعاقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول.

- خصائص العقود المستقبلية:

- أما عن خصائص العقود المستقبلية فيمكن توضيحها فيما يلي:²
- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها السوق الأوراق المالية؛
 - في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض؛
 - تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي ضمانا بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة؛
 - يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة؛
 - يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية؛
 - اسواق العقود المستقبلية تلعب دور في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
 - معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

د- العقود الآجلة

- تعريف العقود الآجلة: هي عقود يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التنفيذ يسمى سعر التنفيذ، ولكن في مثل هذه العقود قد يتفق على دفع قيمة العقد عند التعاقد أو يتم دفع جزء والباقي يؤجل حتى تاريخ التسليم، حيث يحدد الطرفان كمية وطريقة وكيفية التسديد³.
- العقود الآجلة أو الأمامية وهي تلك العقود التي يلتزم بها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد تطلق عليه سعر التنفيذ⁴.

- خصائص العقود الآجلة:

- تتميز العقود الآجلة بعدة خصائص هي:⁵
- يبرم العقد الآجل بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر، نتيجة للتغيرات في قيمة الأصول؛

¹ معتوق جمال، مرجع سابق، ص 113.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 41.

³ بياس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، سطيف، 2009، ص 06.

⁴ معتوق جمال، مرجع سابق، ص 115.

⁵ عمر عبوا، مرجع سابق، 96-97.

- عقود غير قابلة للتداول فلا يوجد لها سوق ثانوية تتداول فيها؛
 - عقود شخصية متفاوض الطرفان على شروطهما بما يتفق وظروف كل منهما، وبذلك فهي لا تتداول في السوق المالية، وانتهاء الاتفاق يتطلب توفير شخص أو وحدة تحمل محل الأطراف تقبل شروط العقد؛
 - يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والناجئة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماتها؛
 - السعر الآجل للعقد هو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفراً عند إبرامه، ويمكن أن تكون للعقد قيمة بعد قيمة موجبة أو سالبة بحسب التحركات السعرية للأصل محل العقد.
 - ويشارك في العقود الآجلة كل من المصدرون والمستثمرون في الأسواق المالية، الشركات المتعددة الجنسيات، المقترضون الذي يحصلون على عملة أجنبية والبنوك والمضاربون¹.
- هـ - نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

وتظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 01: جدول يوضح نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1- يتم وضع بنود هذا العقد بالاتفاق بين المتعاملين.	1- عبارة عن عقود نمطية
2- عقود خاصة بطرفي العقد إلا في تاريخ التسليم والتسديد	2- تتحكم بيوت التسوية في تنفيذ العقد وتحديد هامش الضمان.
3- تحديد الهامش المبدئي يكون مرة واحدة	3- المكاسب والخسائر تحقق فوراً.

المصدر: صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 106.

هـ - عقود الخيار:

تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، وانتشرت عقود الاختيار في السنوات الأخيرة بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

- تعريف عقود الخيار : وتعرف كما يلي:

هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام، للمشتري (المكاتب الخيار) لبيع أو شراء عملة، أو بضاعة، أو أداة مالية، بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد، وفي أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ².

¹ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 24.

² مناصرة خولة، أثر الساسية المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأوراق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص 137.

كما تعرف على أنه اتفاق بين طرفين، احدهما مشتري أو حامل الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس الالتزام) إذا ما رغب في أن يشتري من محرر (بائع) الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر سوق الأسهم، عملة، سلعة،...الخ) بسعر معين والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ وفي تاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريان العقد وهذا التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد أو تاريخ التنفيذ وذلك مقابل علاوة (المكافأة) الذي يدفعه مشتري الخيار إلى بائع أو محرر الخيار عند التعاقد¹.

كما تعرف على أنه اتفاق بين طرفين، احدهما مشتري أو حامل الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجب هذا العقد يحق للطرف المشتري (وليس الالتزام) إذا ما رغب أن يشتري من محرر (بائع) الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، مؤشر سوق الأسهم، عملة، سلعة،...الخ) بسعر معين والسعر الذي يباع أو يشتري به الأصل يسمى سعر التنفيذ وفي تاريخ محدد في المستقبل أو خلال فترة سريان العقد وهذا التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ يسمى تاريخ انتهاء صلاحية العقد أو تاريخ التنفيذ وذلك مقابل العلاوة (المكافأة) الذي يدفعه مشتري الخيار إلى بائع أو محرر الخيار عند التعاقد².

ويمكن التفرقة بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي وذلك من خلال: أن الخيار الأمريكي يعطي الحق لحامله في تنفيذه خلال فترة معينة ، بينما الخيار الأوروبي لا ينفذ إلا في تاريخ محدد³.

- أركان عقد الاختيار:

ويتكون عقد الخيار من عدة أركان من بينها:⁴

- **مشتري الحق:** وهو الذي له حق الخيار من محرر الاتفاقية ويدفع مقابل ذلك الحق مبلغًا يتفق عليه كمكافأة أو تعويض للطرف الثاني محرر الاتفاقية أو العقد؛
- **ومشتري الحق هو الذي يملك الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاقية؛**
- **محرر حق الخيار:** هو الذي يقوم ببيع حق الخيار لصالح المشتري ويحصل مقابل ذلك على مكافأة أو تعويض من مشتري الحق ويجب عليه التنفيذ إذا رغب مشتري الحق في ذلك؛
- **سعر التنفيذ:** يمثل السعر المحدد للورقة المالية أو الموجود عند إبرام الاتفاقية بين مشتري الخيار وبين محرره، وهو السعر الذي سوف يتم تنفيذ العقد أو الاتفاقية عليه.

- أنواع عقود الخيار:

وفقا لطبيعة وشروط العقد فإن الخيارات تنقسم إلى:⁵

¹ رشام كهيبة، مرجع سابق، ص: 45.

² المرجع السابق، ص: 45.

³ رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص: 39.

⁴ المانسيح رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية. لسنة 2007 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع: نقود وبنوك، جامعة الجزائر 3، 2010/2011، ص: 37.

⁵ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 24.

- **خيار الشراء:** هي أداة مالية مشتقة تعطي حاملها الحق في شراء أصل معين بسعر معين وخلال فترة معينة أو تاريخ معين وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته في مقابل دفع العلو؛
 - **خيار البيع :** وهي أداة مالية مشتقة تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين قبل أو بحلول تاريخ محدد يسمى تاريخ انتهاء الصلاحية أو تاريخ الاستحقاق؛
 - **العقود المزدوجة:** هو عقد يجمع خيارات البيع وخيارات الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريها وإذا انخفضت كان بائعاً.
- كما تجدر الإشارة إلى أن المستثمرين يلجؤون إلى شراء عقود خيار الشراء وذلك في حالة توقعهم لارتفاع مستوى أسعار الأصول في تلك العقود ، ويحدث العكس أي أنهم يلجؤون إلى شراء عقود البيع في حالة توقعهم هبوط في مستوى أسعار الأصول في تلك العقود.

و- عقود المبادلة:

إن أهم ما توصلت إليه علوم الهندسة المالية من طرق للتحوط هي عقود المبادلات التي تعد واحدة من أهم الأركان الأساسية للمشتقات المالية مع الخيارات والمستقبليات.

- تعريف عقود المبادلة :

تعرف عقود المبادلة على أنها اتفاقية بين طرفين يتم بموجبه تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة محددة في المستقبل وفقاً لصيغة مرتبة مسبقاً، ولهذا ينظر إلى عقود المبادلات بأنها تعتبر محافظ من العقود المستقبلية والآجلة، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها طرفي العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية أو سعر الفائدة أو سلعة...الخ.¹

كما يعرف عقد المبادلة على أنها اتفاق ما بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، إذ تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار ، ثم إن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا تتم تسويتها يومياً مثلما هو معروف في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة مثلما هو الحال في العقود اللاحقة وعلى هذا الأساس عرفت عقود المبادلة بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر وخاصة مخاطر تغيير أسعار الفائدة والصرف، وعلى الرغم من توسع عقود المبادلات لتشمل أنواع عديدة من الأصول إلا أنها غالباً ما تركز على أو راق الدين.²

¹ رشام كهيبة، مرجع سابق ص: 50.

² دربال أمينة، مرجع سابق، ص146.

- أهمية عقود المبادلات

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي:¹

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية الافتراضية؛
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر
- ميزة نسبية وبشكل مستقل؛
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية؛
- عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية؛
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها لا تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

- أنواع عقود المبادلات :

من أهم أشكال المبادلات نذكر .

- **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** فيعرف عقد مبادلات أسعار الفائدة على أنه اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه، المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليها مضروبة في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي المدفوعات وليست قيمة العقد²، وينقسم هذا النوع من عقود المبادلة بدوره إلى:³
- **عقود مبادلة أو راق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد:** هي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد (أي سعر الفائدة (بحدود دنيا أو عليا.
- **عقود مبادلة أو راق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد:** هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت (أي سعر الفائدة (محدد بسقف أو حد معين.
- **عقود مبادلة أو راق مالية ذات معدل فائدة ثابتة بالمتغير:** هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة ثابتة في مقابل معدل فائدة متغير.
- **عقود المبادلة المختلطة:** تتطوي على اتخاذ موقف طويل الأجل: أي شراء (عقد مبادلة أوراق مالية

¹ بن امر حسين، مرجع سابق، ص 35.

² بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص 68.

³ رشام كهينة، مرجع سابق، ص 50.

ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الأجل) أي بيع (عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد.

• **مبادلة البضائع:** هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها احد الطرفين بشراء الآتي من الطرف الآخر لبضائع معينة بالسعر السائد ويتم التسديد فوراً، وبيعها لوفى نفس الوقت بيعا آجل بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها.¹

• **مبادلات العملات:** وهي مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (الحالي) مقابل سعر الصرف الأجل (أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً). وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة يكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغير الأسعار المعنية.²

ثالثاً: الاختلافات الموجودة بين السوق المالي والسوق النقدي:

نوجزها في جملة من النقاط من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 02: الاختلافات الموجودة بين السوق لمالي والنقدي

سوق رأس المال	سوق النقدي	
يعتبر سوق التمويل طويل الأجل	يعتبر سوق التمويل قصير الأجل	من حيث ماهياتها
يقتصر التداول على أدوات الملكية والمديونية بالإضافة إلى المشتقات المالية	نجد أدوات الخزينة وشهادات الإيداع والقبولات البنكية	من حيث الأداة
يكون لعنصر الربحية الأولية للمستثمر في سوق رأس المال	يكون لعنصر السيولة والأمان الأولية من قبل المستثمر في سوق النقد	من حيث الهدف
الاستثمار في سوق رأس المال يعتبر ذو عائد أكبر من تلك الموجودة في السوق	مخاطر الائتمان في سوق النقد منخفضة مقارنة بالأدوات المالية	من حيث المخاطرة
تكون السوق مهيكله ومنظمة بشكل دقيق ومنظمة بشكل دقيق تبعا لوظائفها.	السوق النقدي تتم المتاجرة بصورة أقل وتنظيماً في سوق رأس المال	من حيث الهيكلية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على عدة مراجع منها: حليلة عطية ص 28، أديب قاسم شنذي ص 45، عبد الحفيظ خزان 36.

¹ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 27.

² مسعودة بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009/2014، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 55.

المبحث الثاني: كفاءة ومؤشرات الاسواق المالية:

باعتبار السوق المالي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف السوق بالكفاءة، خاصة وأن أسعار الأوراق المالية تتقلب قيمتها من سنة إلى أخرى، ومن فترة لفترة وتتأثر في كثير من الأحيان بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة لتنعكس مباشرة وبسرعة في أسعار الأوراق المالية المتداولة أين تحدث حركة عشوائية في شكل تقلبات سعرية صعودا مع الأنباء السارة، ونزولا مع الأنباء الغير سارة.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة أسواق رأس المال، خصائصها ومتطلباتها:

إن السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية المصدرة والمتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، إذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة والنتائج المرتبطة بأسعار الأوراق المالية، إن السوق المالي الكفاء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الأمثل للموارد.
- التقييم الدقيق للمبادلات.
- تخفيض تكاليف الخدمة إلى أقل ما يمكن.

أولا: مفهوم كفاءة أسواق رأس المال:

يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق.¹

كما تعرف كفاءة السوق المالي أيضا على أنها " تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة بسرعة ودقة"، حيث يشير هذا المفهوم إلى ثلاثة عناصر رئيسية هي:²

- **التأثير الكامل:** يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات وذلك من أجل اتخاذ قرار البيع والشراء وبالتالي فإن أسعار أسهم أي شركة سوف تعكس كافة المعلومات التي تؤثر عليها.
- **جمع المعلومات المتاحة:** يفترض مفهوم الكفاءة أن كل المعلومات الموجودة هي متاحة وبالتالي سوف تنعكس على الأسعار متضمنة في ذلك كل المعلومات سواء في الماضي أو في الحاضر وكذلك المستقبل.

¹ سميحة بن محيأو ي، مرجع سابق، ص53.

² الداوي خيرة، مرجع سابق، ص 87.

- **السرعة والدقة:** يفترض هذا المفهوم إجراء تعديل في الأسعار بسرعة وذلك بمعرفة معلومات جديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، وهذا لا يعني أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن وبينما يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي وذلك يعد أن يقوم المستثمر بتقييم كل المعلومات، كما أنه لا يوجد في السوق الكفاءة فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى النتائج بخصوص أسعار الأوراق المالية.

وهناك تعريف آخر لكفاءة سوق الأوراق المالية حيث عرف "(FAMA 1965) سوق الأوراق المالية: يكون كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل.¹

ثم عرض (بيثر 1981 Beaver) تعريفا بسيطا وواضحا استطاع أن يتغلب به على ما أحاط بالتعريفات الأخرى من غموض حيث يرى أن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة.²

ومنه وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا، وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر سهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رسمة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب . ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما.³

ثانيا: خصائص السوق المالية الكفاءة:

- وفقا للمفاهيم السابقة فإننا سوف نستخلص مجموعة من الخصائص تتمثل في ما يلي:⁴
- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم الى السعي نحو تعظيم أرباحهم؛
 - المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة ؛
 - حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

¹ Charles, P. Jones << investements Analysis and management, John milg et sons inc New York 1996 P 245.

² بن امر بن حسين، مرجع سابق، ص 69.

³ زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، نخصص: اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة البويرة، 2014-2015، ص 32.

⁴ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - مجلة الباحث- جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 07، 2009-2010، ص 182.

- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

ثالثا: متطلبات كفاءة الأسواق الأوراق المالية:

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين أساسيتين وهما:¹

1- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة دون فاصل زمني كبير بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا 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 فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

2- كفاءة التشغيل :

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يستعجلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف. وتوفر الخاصيتين السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها:²

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار؛.

- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 107.

² مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص 186-187.

فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه؛

- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ "حركة الأسعار اليومية" التي تصدر عن البورصة؛

- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام؛

- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصائح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛

- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهوما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

المطلب الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

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

أو لا : الكفاءة الكاملة

تقتضي بأن لا يكون هنالك فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على هذه المعلومة، هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع¹، حيث تتحقق الكفاءة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي:²

أ- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛

ب- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.

¹ زيان سعاد، مرجع سابق، ص32.

² الداوي خيرة، مرجع سابق، ص90.

ج- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

د- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

ثانيا: الكفاءة الاقتصادية

تستند الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته، عليه يتطلب منه الامر الدخول في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات الكافية عن الأوراق المالية واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط عند اتخاذ القرار وتحقيق هذا الهدف.

الكفاءة الاقتصادية تفترض بأنه من المنطقي وجود فترة تباطؤ زمني بين تدأول المعلومات الجديدة وبين انعكاس أثرها على الاسعار في السوق وهذا يؤدي بالنتيجة الى اختلاف القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت.¹

أي أنه يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب نتيجة الفارق في السعر.

المطلب الثالث: دور المعلومات في أسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها. وتؤدي المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأنة المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها. ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات. ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة المخاطر المرتبطة بها أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توفر المعلومات يؤدي دورا هاما في تحقيق آلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة. وكلما ازدادت درجة

¹ دريد آل شبيب، مرجع سابق، ص76.

- الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار. وخلاصة مما سبق أن الكفاءة سوق الأوراق المالية سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق الأوراق المالية يتوقف على ما يلي:¹
- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
 - توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلبي احتياجات المستثمرين؛
 - إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهوما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛
 - كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم ويتكون محافظ الاستثمارية الملائمة.

المطلب الرابع: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق .

1- الصيغة ضعيفة الكفاءة: وتسمى أيضا بـ "نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.²

2- الصيغة متوسطة الكفاءة :

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم،

¹ بن امر حسين، مرجع سابق، ص 108-109.

² مفتاح صالح، معارف فريدة، مرجع سابق، ص 185.

بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور¹، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر ومنذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين².

3- الصيغة قوية الكفاءة :

وفقاً لهذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس جميع المعلومات المتعلقة بما فيها المعلومات العامة والخاصة، حيث يتضمن المستوى القوي للكفاءة أن المعلومات الخاصة الداخلية يصعب استخدامها لتحقيق عوائد فوق عادية، ذلك لأن المعلومات تنعكس بصورة مستمرة من قبل السوق. بمعنى أن السوق المالي يوفر وفق هذا المستوى من الكفاءة للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة، سواء كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أو غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة، بمعنى آخر تكون جميع المعلومات متوفرة بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات، من قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية، هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة، لأن الأسعار السائدة في السوق للأوراق المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها، وبالتالي تنتفي الحاجة حينئذ لوجود المحللين الماليين، لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماماً من ناحية واقعية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، لكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استمر هؤلاء في ممارسة هذا العمل³، حيث ينشغل السوق الكفاء أساساً بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح⁴.

¹ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سابق، ص 58.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 111.

³ سميحة بن محيأو ي، مرجع سابق، ص 62.

⁴ مفتاح صالح، معرفي فريدة، مرجع سابق، ص 186.

المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق المالية

ظهرت المؤشرات وتكونت عبر الزمن ابتداء من القرن 19 م، حيث تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20 م، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس صدق اتجاه السوق المالية وسلوكها إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى، حيث كان أول تداول سنة 1990 م.

أو لا: مفهوم المؤشر وأهميته:

1- مفهوم المؤشر:

يعرفه البعض بأنه قيمة رقمية مطلقة في صورة متوسطات أو أرقام حسابية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الحاصلة في السوق.¹

ويمكن تعريفه على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.²

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستنتج أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.

2- أهمية مؤشرات السوق

إن وجود مؤشرات السوق له مجموعة من المزايا تتمثل في:³

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتمويل أداء إلى صورة كمية، حيث أن هذه المؤشرات تعكس الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، ويمكن أن تعكس هذه المؤشرات الأداء الاقتصادي لقطاع معين؛

- تساعد هذه المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، حيث يقوم المراقبون في السوق بتحديد المشاكل التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق ليعكس ذلك أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛

- أحد الاتجاهات المحددة لسعر السهم، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقصان فإن هذا سوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق؛

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم أي تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية الخاصة.

¹ دربال أمال، مرجع سابق، ص 32.

² زيان سعاد، مرجع سابق، ص 41.

³ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 56.

ثانيا: أنواع المؤشرات واستخداماتها:

1- أنواع المؤشرات: يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها، تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:¹

أ- المؤشرات العامة

يهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

ب - المؤشرات القطاعية:

تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر دأو جونز للصناعة ومؤشر ستاندراند اند بور للخدمات العامة .

2- استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومترات لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها. ويمكن حصر استخداماتها في النقاط التالية:

أ- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية:

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية أو لمجموعة كبيرة منها، وبالتالي يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء محافظ الاستثمارات المالية المتنوعة تنوعاً جيداً، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.²

ب- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم: يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية أو المتوسطات المتحركة بالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين التغيرات الاقتصادية والتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات

¹ سميحة بن محيأو ي، مرجع سابق، ص 65-66.

² صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 145.

الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتقيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.¹

ج- الحكم على أداء المديرين: وفق لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أو راق مالية مختارة عشوائيا يعادل تقريبا معدل عائد السوق، لذلك فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقيمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر.²

د- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الأساسي فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل . كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.³

هـ - تقدير مخاطر المحفظة ومعامل المخاطر المنتظمة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق، والذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.⁴

ثالثاً: مؤشرات تطور سوق رأس المال:

نظراً لمفهوم كفاءة السوق فإن الأسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة وبالتالي توجيه المدخرات إلى القطاعات الأكثر ربحية مما يضمن التخصيص الكفاء للموارد وبالتالي توجد عدة مؤشرات يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء سوق الأوراق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فإن هنالك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أدائها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق وأهدافه، ومن أهم هذه المؤشرات:

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم:

هو مؤشر إحصائي لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولا سيما من طرف المستثمرين متابعة مؤشرات الأسواق، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 114.

² بلجيلة سمية، مرجع سابق، ص 49.

³ عمر عبوا، مرجع سابق، ص 56.

⁴ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 57.

بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة بمختلف التطورات الطارئة التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي في زيادة توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقرار.¹

وهناك مؤشرات أخرى تدل على تطور كفاءة سوق رأس المال وتتمثل فيما يلي:²

2- مؤشر حجم السوق:

إن اتساع حجم السوق يعتبر مؤشر إيجابي على النشاط الاستثماري في الأوراق المالية ، مما يؤدي إلى تطور السوق ، حيث يقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما:

معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الخاموعدد الشركات المسجلة في البورصة.

أ- مؤشر معدل الرسملة البورصية للنتائج المحلي الإجمالي :

يقاس هذا المؤشر بنسبة الرسملة البورصية والتي تعني القيمة السوقية لسوق رأس المال نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي أي:

$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

حيث يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستثمار، حيث يؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى آثار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية، كما أن تطور الرسملة البورصية يؤدي إلى سرعة وإيجابية تطور البورصة ؛

ب- عدد الشركات المسجلة في البورصة :

إن زيادة حجم الشركات المسجلة في البورصة يؤدي إلى اتساع حجم السوق ، وهذا بدوره يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني ، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو المؤسسات الأكثر كفاءة، حيث نجد أن الو.م.أ تحتل المرتبة الأولى في العالم وذلك من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة، وبالتالي حجم استثماراتها ، مما يؤدي إلى قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية .

3- مؤشر سيولة السوق:

إن مؤشر سيولة السوق يعكس سهولة بيع وشراء الأوراق المالية ، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير في قيمتها السوقية ، حيث تزداد سيولة السوق كلما تزداد أوامر البيع والشراء للأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب.

ويقاس هذا المؤشر من خلال مؤشرين هما:

¹ مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 149.

² الداوي خيرة، مرجع سابق، ص 39- 102.

-نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي؛

- الدوران : نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق.

أ- **نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي:** يشير ارتفاع هذا المؤشر إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات، حيث يعكس هذا المؤشر نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل؛

ب- **مؤشر الدوران نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق:** يعبر عن ارتفاع درجة السيولة ، حيث يعكس مدى ارتفاع نسبة القيمة المتداولة في السوق. ويؤدي ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق رأس المال ، ما يدل هذا على زيادة نشاط السوق.

4- **مؤشر درجة التذبذب في العوائد :** تعني درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق، من خلال الانحراف المعياري الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق، حيث يدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال.

5- **مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:** يقصد بكفاءة التسعير أن تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة والتي يمكن أن تؤثر على مستقبل المؤسسة،. كما نجد أن كفاءة التسعير ترتبط بكفاءة التشغيل، ويمكن دراسة مدى كفاءة التسعير من خلال مؤشرين هما:

أ- **مدى توافر مصادر المعلومات:** حيث تكون هذه المعلومات متمثلة على وجه الخصوص في المعلومات والتحليل عن الاقتصاد المالي والاقتصاد الوطني وعن المؤسسات ومختلف القطاعات الاقتصادية، وذلك حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار الاستثمار في ظل توفير جميع المعلومات وبالتالي تزيد ثقته بالمؤسسة التي يتعامل في أو راقها المالية؛

ب- **مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية:** تعتبر أسعار الفائدة وأسعار التضخم من أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على أسعار الأوراق المالية، حيث أثبتت الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية، وذلك من أجل تعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة. وبالتالي فالمستثمر يطلب معدلا مرتفعا، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية، ولقياس مدى استجابة الأسعار لمعدلات التضخم فإنه يتم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط وتحليل.

أما بالنسبة لأسعار الفائدة والمؤشر العام للأسعار ، فإن الدراسات أثبتت وجود علاقة عكسية ، وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي بالمستثمر إلى التخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية ، ويتجه إلى الاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع والعكس صحيح ، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر .وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية. ولقياس مدى استجابة أسعار الفائدة لأسعار الأوراق المالية ، يتم استخدام علاقة الارتباط وتحليل الانحدار.

6- **مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي:** يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق رأس المال، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق،

ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:

- مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة؛

- توافر قوانين حماية لاستثمار والمستثمر؛

- عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال؛

- انخفاض درجة المخاطر.

وعليه، فتوفر هذه المؤشرات في سوق رأس المال، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي، دلالة على كفاءة سوق رأس المال.

رابعاً: أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية:

تؤخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي:¹

1- **ملائمة العينة:** تعرف العينة في ما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر.

أ- **الحجم:** إن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

ب- **الاتساع:** أما الاتساع فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات في السوق.

ج- **المصدر:** أما المصدر فالمقصود به مصدر حصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن تكون مصادر السوق الأساسية هي تداول الأوراق المالية.

2- **الأوزان النسبية:** تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهي:

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحدة في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها.

ب- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر

ج- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

¹ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 60-61.

خامسا: أهم المؤشرات العالمية في الاسواق المالية:

هناك مؤشرات عالمية لها أهميتها في عالم الاسواق المالية أهمها:

1- مؤشر دوجونز (Dow Jones):

يعتبر أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز دأو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت (jornal Wall street 1885) بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر دأو جونز، وكان يتضمن 12 سهما أي 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين (02) (من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن مؤشر دأو جونز عشرون سهما أي 18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم شركات الصناعية، وقد ارتفع حجم العينة في عام 1928 ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهما للعينة.¹

2- مؤشر ستاندر أندبور: بدأ تكوين مؤشر ستاندر أندريوز في 1957/03/4 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما وأصبح الآن يعرف بإسم s à p 500 لأنه يتكون من 500 سهم موزعة إلى (425 من الشركات الصناعية، 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، 50 سهم من شركة سهم الخدمات العامة)، وتمثل 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك.²

3- مؤشر ناسداك (NASDAQ0) المجمع: وهو مؤشر للسوق المالي الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الإلكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.³

4- مؤشر فانيشيال تايمز: تأسس هذا المؤشر في جانفي 1984 وهو يتكون من أكبر ألف شركة مسجلة في بورصة لندن، حيث تم إختيار هذه الشركات على أساس القيمة السوقية للشركة.⁴

5- مؤشر نيكاي (Nikkei): إن مؤشر نيكاي 225 هو مؤشر يقيس أسعار أسهم 225 شركة ذات الربح الأعلى في اليابان المسجلة ضمن المستوى الأول لسوق طوكيو للأوراق المالية.⁵

6- مؤشر CAC40: في بورصة باريس يضم 40 مؤسسة الأولى ويحسب على أساس 1000 من فترة 1987-12-31.⁶

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 117.

² صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 149.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 106.

⁴ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 61.

⁵ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 65.

⁶ بن امر حسين، مرجع سابق، ص 67.

المبحث الثالث: محددات الاستثمار في السوق المالي

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة نظرا لصعوبة التمويل وارتفاع كلفة الإقراض فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها لتأمين احتياجاتها من الأموال واستثمارها في مختلف المشاريع الاقتصادية، وتعتبر الأسهم والسندات من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي مما يجعل منها أحد الركائز الأساسية المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

أولاً: مفهوم الاستثمار

كلمة استثمار من المصطلحات الشائعة الاستعمال من طرف المفكرين والاقتصاديين وغيرهم، لذلك كثرت التعاريف بخصوصه وتعددت، ومن أهم التعاريف التي حظيت بالاهتمام نذكر:

فالاستثمار يعني التضحية بإنفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد المتوقع ممثلاً بثمن التضحية والحرمان والانتظار طيلة فترة الاستثمار¹.

ويمكن تعريف الاستثمار على أنه التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة.²

ويعرف P.CONSO الاستثمار آخذاً بعين الاعتبار الجوانب التالية:³

- الجانب الاقتصادي: الاستثمار هو تكوين لرأس المال الثابت وإحداث تراكم في المؤسسة وزيادة أصولها وهوما يؤدي بالضرورة إلى زيادة إنتاجها على مدى فترات مختلفة.
- الجانب المالي: الاستثمار هو توظيف فوري لمبالغ مالية قصد خلق أو اكتساب أصول ثابتة على أمل الحصول على أرباح في فترات زمنية لاحقة. وعليه يمثل تحويل الأموال إلى نشاط فعلي متبوع بتدفق أموال
- الجانب المحاسبي: يمثل الاستثمار توظيفاً دائماً للأموال وإنفاق رأس مالي، بمعنى شراء أو إنشاء أصول يتحقق منها العائد في الأجل الطويل، ويكون موزعاً على فترات زمنية متعددة، وفي هذا الإطار يمكن التمييز بين:

¹ منصور زين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر والتوزيع، ط1، عمان-الأردن، 2013، ص 16.

² قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2009، ص 30.

³ Pierre CONSO, " La Gestion Financière de l'Entreprise", Dunod, Tome2, Paris, 1974, 1974: 368-369.

- استثمارات مرتبطة بدورة الاستغلال: وتمثل جميع السلع (الأصول الإنتاجية) بمختلف أشكالها التي تستعمل بطريقة مادية
- استثمارات خارج دورة الاستغلال: وتمثل جميع الأصول التي لا تستعمل في العملية الإنتاجية بل تستغل لأغراض أخرى مثل شراء الأراضي.

ويعرف معجم الأعمال والاقتصاد الإنجليزي الاستثمار بأنه شراء أي شكل من اشكال الملكية والاحتفاظ به لفترة طويلة، وهذا يعني بأن الاستثمار يكون في شراء السلع المعمرة أو الأوراق المالية طويلة الأمد أو الإقراض بهدف التوظيف وجلب الأرباح والفوائد.¹

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن يبين لنا أن الاستثمار هو مجموعة التضحيات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافات الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العائد نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلا بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية أخذاً بعين الاعتبار عنصرى العائد والمخاطرة.

ثانيا: مبادئ الاستثمار: ما يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يأخذه بعين الاعتبار على عدد محدد من المبادئ كأسس لاتخاذ القرار ومن أهمها:²

- 1- **مبدأ الاختيار:** كلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب، وعليه يكون المستثمر قادر على إجراء المفاضلة بين البدائل واختيار البديل الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه.
- 2- **مبدأ المقارنة:** أي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة لاختيار المناسب منها وتتم المقارنة بالاستعانة بالتحليل الجوهري لكل بديل ومقارنة نتائج هذا التحليل للحصول على البديل الأفضل من وجهة نظر المستثمر.
- 3- **مبدأ الملائمة:** ينطبق المستثمر هذا المبدأ عمليا عندما يختار بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته وميوله التي يحددها دخله وعمله وحالته الاجتماعية حيث يقوم هذا المبدأ على أساس:
 - معدل العائد على الاستثمار؛
 - درجة المخاطرة لهذا الاستثمار؛
 - مستوى السيولة التي يتمتع بها المستثمر.

¹ فيصل محمد الشاؤو ره، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2008، ص 30.

² بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الإستثمارية- دراسة حالة شركة الإسمنت بني صاف S.Cl.BS، مذكرة التخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث عمليات وتسيير المؤسسة، جامعة ابي بكر بلقايد، السنة الجامعية 2009-2010، ص 32.

4- مبدأ التنوع: يلجأ المستثمر إلى التنوع في استثماراتهم من أجل الحد من مخاطر الاستثمار

ثالثاً: العوامل المؤثرة على الاستثمار

حتى يتحقق الاستثمار لابد من دراسة العوامل المحيطة في بيئة الاستثمار الداخلية والخارجية، ولابد من تحليل تلك العوامل بهدف الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة وزيادتها ويمكن إيجاز العوامل كما يلي:¹

1- **الاستقرار السياسي:** حيث يلعب الاستقرار السياسي دوراً كبيراً ومؤثراً على الاستثمارات والمستثمرين داخل البلد المعني، ويعتمد الاستقرار السياسي على درجة المخاطر السياسية التي تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن قياس هذا المخاطر من خلال دراسة التغيرات السياسية في هذا البلد وطريقة تدأول السلطة وشكل الحكومة ومدى استقرارها، وهي كلها مؤشرات يجب على المستثمر أن يأخذها بعين الاعتبار لأن النظام السياسي يؤثر بشكل كبير على الإنتاج وحجم طلب وعرض المنتجات، وبالتالي كلما كان هناك استقرار في النظام السياسي يؤدي إلى استقرار القوانين والانظمة المؤثرة على الاستثمارات وتوسيعها وتنوعها، وتلعب ايدولوجية الحكومة دوراً كبيراً في استقرار الاستثمارات من خلال التشريعات المحفزة للاستثمار ودرجة الانفتاح الاقتصادي وتحقيق استقرار العملة؛

2- **الاستقرار الاقتصادي:** يمكن دراسة الاستقرار الاقتصادي إما من خلال المؤشرات الاقتصادية الكلية المتحققة في الناتج المحلي والتوازن الداخلي أي استقرار السياسة المالية والنقدية للبلد بالإضافة إلى الدور القطاع الحكومي والخاص وطبيعة العلاقات الاقتصادية مع الدول المختلفة وطرق التعامل مع أسعار الفائدة وأسعار الصرف فضلاً عن ذلك معدلات البطالة والتضخم وحجم السوق للبلد بالإضافة إلى المخاطر الاقتصادية التي يتعرض لها الاستثمار والتي تعتبر كلها عناصر تؤثر على قرات الاستثمار والمستثمرين؛

3- **معدل أسعار الفائدة:** يؤثر معدل سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى الاستثمار بصورة خاصة من حيث كلفة الاستثمارات وعوائدها وتتأثر بها حيث تتأثر أسعار الفائدة بجملة من العناصر أهمها العرض والطلب على الأموال ودرجة المخاطرة للاستثمار وكلفة التمويل ودرجة المنافسة وطبيعة الساسة النقدية المطبقة، وفي نفس الوقت يكون لتقلبات أسعار الفائدة أثر كبير على حركة الاستثمارات الداخلة والخارجة من الدولة، فارتفاع معدل الفائدة العالمية يؤدي إلى انتقال الأموال المحلية إلى الخارج ويؤثر على حجم الاستثمارات المحلية، وتؤثر على أسعار العملة على قيمة الأوراق المالية المتداولة في أسواقها المالية؛

4- **الدخل القومي:** يؤثر الدخل القومي في بلد ما بدرجة كبيرة على الاستثمارات وأهم العناصر المؤثرة هي حجم الدخل المتاح ومعدلات النمو في الدخل وتوزيع الدخل القومي وانعكاس ذلك على متوسط الدخل

¹ دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص26-31.

الفردى، حيث كلما كبر حجم الدخل أدى إلى ارتفاع الميل الحدى للاستهلاك ويؤدي ذلك إلى خلق استثمارات ذات طاقة إنتاجية واسعة؛

5- **معدلات التضخم:** التضخم هو الارتفاع المستمر في مستوى الأسعار ولفترة طويلة من الزمن وإن ارتفاع معدل التضخم يؤثر سلباً على الاستثمار لأنه يخلق جو من عدم الاستقرار في قطاع الأعمال ويؤدي إلى عدم معرفة المستثمر الحالة التي يكون عليها الاقتصاد في المستقبل أو الأموال المستثمرة ويرفع درجة المخاطر لأنه يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقد ويؤثر على القيمة الحقيقية رأس المال المستثمر مما يؤدي إلى انخفاض الرغبة في الاستثمار في بلد يعاني من ارتفاع مستمر في معدلات التضخم؛

6- **توفر البنية التحتية والافتتاح الاقتصادي:** ان توفر البنية التحتية الضرورية للأنشطة الاستثمارية وخاصة الانتاجية منها يعد من أهم العناصر المؤثرة على الاستثمار، والمقصود بالبنية التحتية نظام مالي ومصرفي متطور وشامل سوق مالي كفؤ وتطبيقات الحكومة الالكترونية والتجارة الإلكترونية... إلخ، كذلك تلعب مظاهر العولمة والافتتاح الاقتصادي دوراً هاماً في زيادة معدلات الاستثمار وخاصة الأجنبية منها.

المطلب الثاني: مقومات الاستثمار

أولاً: أهمية الاستثمار

تتبع أهمية الاستثمار من الدور النشط والفعال له في التنمية الاقتصادية وتتحصر هذه الأهمية على وجه الخصوص في الجوانب التالية:¹

- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع مستوى نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين؛
- توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين؛
- توفير فرص العمل وتقليل نسبة البطالة؛
- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة؛
- توفير التخصصات المختلفة للفنيين والإداريين والعمالة الماهرة؛
- إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي؛
- يساعد المستثمر في معرفة العائد المتوقع على الاستثمار، بالإضافة إلى حماية ثروته من أنواع المخاطر المختلفة سواء المخاطر المنتظمة أم غير المنتظمة.¹

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الإستثمار، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، 2012، ص20.

ثانيا: أهداف الاستثمار:

مهما كان نوع الاستثمار والمخاطر المحيطة به فإن المستثمر يسعى دوما إلى تحقيق الأهداف التالية:²

- 1- **تحقيق العائد الملائم:** فهدف المستثمر من توظيف الأموال تحقيق عائد ملائم وربحية مناسبة يعملان على استمرار المشروع، لأن أي مستثمر يهدف من استثماره إلى تحقيق الربح، ماعدا الاستثمارات الحكومية أو الاجتماعية فإنها لا تهدف إلى تحقيق الربح المادي وإنما تهدف إلى تحقيق منفعة أو خدمة اجتماعية؛
- 2- **المحافظة على قيمة الموجودات:** التي يمتلكها المستثمر، وذلك بعد دراسة المخاطر المتوقعة من الاستثمار وما يمكن أن تتعرض له هذه الموجودات من التأثيرات السلبية لهذه المخاطر، وتعد المحافظة على الموجودات بالنسبة إلى المستثمر من الأمور الاستراتيجية لأن التضحية بجزء من الموجودات أو كلها يؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في استثمارات في وقت مضى، وتؤدي هذه التضحية بالمستثمر إلى الدخول في ديون قد لا يستطيع الوفاء بها في ظل الشروط المحددة، وبالتالي تعد المحافظة على الموجودات من بين الأهداف العامة الأساسية للاستثمار؛
- 3- **استمرارية الدخل وزيادته:** يخطط المستثمر لدخل ثابت ومستمر بوتيرة معينة بعيدا عن تقلبات الأسواق، ويقلل من المخاطرة ليحافظ على استمرارية النشاط الاستثماري؛
- 4- **ضمان السيولة اللازمة:** أي نشاط استثماري أو اقتصادي يحتاج إلى السيولة والتمويل اللازم لمواجهة المصروفات اليومية للاحتياجات الضرورية لتسيير المشروع لكي لا يتعرض للتوقف أو التأخر في تحقيق أهدافه.

ثالثا: مناخ الاستثمار:

لكي يقوم المستثمر بالاستثمار لابد من توفر مناخ استثماري يسمح بتحقيق الأهداف التي يسعى إليها، هذا المناخ يتفاوت من بلد إلى آخر وعليه سنتطرق إلى مناخ الاستثمار.

- 1- **تعريف مناخ الاستثمار:** هو مجموعة الظروف الطبيعية والسياسية والاقتصادية والقانونية والتنظيمية والاجتماعية والثقافية التي تؤثر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة سلبا أو إيجابا على النشاط الاستثماري وقرارات المستثمرين (المحليين والأجانب) الحاليين والمحتملين مستقبلا.³

2- عناصر المناخ الاستثماري:

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص33.

² فيصل حبيب حافظ، دور الإستثمار المباشر في تنمية إقتصاد المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة ضمن شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص20.

³ عبد الكريم بعداش، الإستثمار الأجنبي وآثاره على الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النفود والمالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2006-2007، ص53.

ويمكن التعبير عن مناخ الاستثمار من خلال العناصر التالية:¹

أ- **النظام الاقتصادي والبيئي والمؤسسي:** كلما كانت هذه الأنظمة مواتية للاستثمار أدت إلى جذب الاستثمار وزيادة معدل الاستثمار، وتتطوي هذه الأنظمة على:

ب- **النظام الاقتصادي:** فكلما كان النظام الاقتصادي يتجه إلى الحرية الاقتصادية وآليات السوق، كلما كان جاذبا للاستثمار والعكس صحيح.

ج- **النظام السياسي:** يعمل النظام الاقتصادي من خلال النظام السياسي، فكلما كان النظام السياسي ديمقراطيا كلما كان جاذبا للاستثمار والعكس صحيح، وهذا مرتبط بمدى الاستقرار السياسي فكلما كان مستقرا كان جاذبا للاستثمار.

د- **النظام البيئي:** هو مجموعة القيم والعادات والتقاليد التي يتكون منها المجتمع، فكلما كانت إيجابية كانت مشجعة للاستثمار، ويكون طاردا في حالة العكس.

هـ- **النظام المؤسسي:** يتكون هذا النظام من عدة عناصر هي:

* النظام الإداري والأجهزة القائمة على إدارة الاستثمار؛

* الأكفاء فكلما كان عددهم كافيا أدى إلى جذب الاستثمار.

و- **نظام المعلومات الاستثمارية:** يؤدي إلى إتاحة البيانات والمعلومات للمستثمر في الوقت المناسب.

ب- **قوانين وتشريعات الاستثمار:** وهي القانون الرئيسي للاستثمار في أي دولة من الدول بغض النظر عن مسمياته، بالإضافة إلى مجموعة من القوانين والتشريعات المكملة، وغالبا ما تتطوي على مجالات الاستثمار وتنظيم الاستثمار في المناطق الحرة وتحديد مجموعة من الضمانات والمزايا والاعفاءات للاستثمار، ويلاحظ في هذا المجال أنه:

- كلما تميز قانون وتشريعات الاستثمار بالوضوح وعدم التضارب فيما بينها، كلما كان جاذبا للاستثمار، والعكس صحيح؛

- كلما كان قانون الاستثمار والتشريعات المكمل ذات ضمانات كافية للاستثمار، كلما كان جاذبا للاستثمار، والعكس صحيح؛

- كلما اتجه قانون الاستثمار إلى تحرير الاستثمار في المناطق الحرة من القيود، وعمل على توفير المناخ المناسب لربط المناطق بالأسواق كان ذلك جاذبا للاستثمار، والعكس صحيح.

ج- **السياسات الاقتصادية:** ينظر إلى السياسة الاقتصادية بخصوص المناخ الاستثمار من خلال ثلاث سياسات فرعية وهي:²

¹ اريا الله محمد، السياسة المالية ودرها في تفعيل الإستثمار - حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية،

تخصص التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011-2012، ص 53-54.

² عبد الكريم بعداش، مرجع سابق، ص 60-63.

- **السياسة المالية:** تعد السياسة المالية للدولة من أهم الأدوات الاقتصادية الرئيسية وذلك لما لها من تأثيرات على المتغيرات الاقتصادية، حيث من نتائج هذه السياسة وقوع توازن أو عجز في الميزانية العمومية، إلا أن الأمر غير المرغوب فيه بخصوص مناخ الاستثمار هو العجز المفرط المؤدي إلى ارتفاع كبير في معدل التضخم أو انكماش حاد وكساد اقتصادي، فكلما احتفظت السياسة المالية بمعدل من عجز الموازنة العامة للدولة لا يؤدي إلى تضخم مرتفع كلما كان ذلك جاذبا للاستثمار بحيث لا يكون العجز عائقا لنمو الاستثمار بأي حال من الأحوال؛

- **السياسة النقدية:** تشير السياسة النقدية إلى التغير المخطط في عرض النقود بغرض التأثير على الطلب الكلي في الاتجاه المرغوب، وبخصوص مناخ الاستثمار ينبغي أن تتحكم السياسة النقدية على الأقل في سعر الصرف لأن التقلبات المفاجئة لأسعار الصرف لها تأثير، سلبي على المناخ الاستثماري حيث مثل هذه التقلبات تعرض المستثمر لخسارة باهضة غير متوقعة، وبالتالي كلما كانت السياسة النقدية توسعية كلما كانت جاذبة للاستثمار والعكس صحيح؛

- **سياسة التجارة الخارجية:** تساهم هذه السياسية في تحسين مناخ الاستثمار عندما تكون محفزة للصادرات ومشجعة للاستثمارات الموجهة للتصدير، وتعمل على إزالة أو التخفيف من القيود التي تعرقل التجارة الدولية، متميزة بتعريف جمركي مرنة ومنخفضة وشفافة، قليلة الإجراءات وسهلة التنفيذ بعيدة عن التعقيدات البيروقراطية، حيث تنعكس آثار هذه السياسة إيجابا أو سلبا في الحساب الجاري من ميزان المدفوعات للبلد المعني، حيث يحقق الحساب المذكور فائضا إذا كانت سياسة التجارة الخارجية جيدة وسليمة وبالتالي تجلب مستثمرين جدد، أو عجز في الحالة المعاكسة وتكون منفردة للمستثمرين.

المطلب الثالث: أنواع وأدوات الاستثمار

أولا: أنواع الاستثمار

تتعد الاستثمارات حسب المعيار المستخدم في تصنيفها من حيث المكان الجغرافي لتواجدها أو طبيعة أدواتها أو الهدف من إنشائها، وفيما يلي بعض لهذه التصنيفات.

1- الاستثمارات حسب الموقع الجغرافي: يمكن أن تصنف أنواع الاستثمارات حسب موقعها الجغرافي إلى نوعين هما: الاستثمارات المحلية، الاستثمارات الخارجية.

أ- الاستثمارات المحلية: وهي تعني توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي اختيرت للاستثمار، ويمكن أن تكون هذه الاستثمارات قصيرة أو طويلة الأجل وتقوم بها الدول أو الشركات أو الأفراد، وتشمل شتى مجالات الاستثمار¹؛

¹ فيصل حبيب حافظ، مرجع سابق، ص 14.

- ب- **الاستثمارات الأجنبية:** هي جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية مهما كانت أدوات الاستثمار المستعملة وتتم إما بشكل مباشر أو غير مباشر.¹
- 2- **حسب مجالات الاستثمار:** تبوب مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية.
- أ- **الاستثمار المالي:** هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد دورية أو غير دورية ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى خطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب؛²
- ب- **الاستثمار الحقيقي:** ويشمل كل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة تكوين رأس المال في المجتمع، أي زيادة الطاقة الإنتاجية ك شراء الآلات والمعدات، وبعبارة أخرى يكون الاستثمار حقيقيا إذا ما وفر للمستثمر حقا في حيازة أصل حقيقي، والأصل الحقيقي هو ذلك الأصل الذي له قيمة اقتصادية في حد ذاته وإذا ما استخدم فإن نتيجة استخدامه تنتج عنها منفعة اقتصادية تظهر في شكل سلعة أو خدمة.³
- 3- **حسب المدة:** يمكن أن نفرق بين:⁴
- أ- **استثمارات طويلة الأجل:** وهي التي تزيد مدة وجودها عن سبع سنوات؛
- ب- **استثمارات متوسطة الأجل:** وهي الاستثمارات التي تكون مدة تشغيلها بين سنتين إلى سبع سنوات؛
- ج- **استثمارات قصيرة الأجل:** وتشمل باقي الاستثمارات التي تقل مدة تشغيلها عن سنتين.
- 4- **التصنيف حسب الغاية:** يصنف الاستثمار حسب الغاية منه أو الهدف من إنشاءه إلى استثمار تطوير واستثمار حماية، وفيما يلي عرض لمفهوم كل صنف:⁵
- أ- **استثمار تطوير:** والغاية منه تطوير المؤسسة، وذلك بالرفع من طاقتها الانتاجية عن طريق استخدام وسائل انتاج حديثة وهو نوعان:
- **استثمار الطاقة:** الزيادة في الطاقة الانتاجية للمؤسسة بهدف تنويع تشكيلة المنتجات والزيادة من حجمها؛
- **استثمار استراتيجي:** ويهتم بتحضير ووضع خطط مستقبلية للمؤسسة لتخفيض التكاليف وتوسيع حصة المؤسسة في السوق والتقليص من مخاطر تحقيق خسائر ناتجة عن انحرافات قد تحدث أثناء تنفيذ الخطط.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 36.

² عمر عبوا، مرجع سابق، ص 4.

³ برحومة عبد الحميد، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، اعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة 1994-2004، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد، السنة الجامعية، 2006-2007، ص 7.

⁴ بن مسعود نصر الدين، مرجع سابق، ص 33.

⁵ برحومة عبد الحميد، مرجع سابق، ص 7.

ب- **استثمار حماية:** الغرض من هذا الاستثمار هو حماية نشاطات المؤسسة وخاصة الرئيسية منها خطر التوقف، كأن تستثمر مؤسسة تعمل في مجال النسيج في زراعة القطن باعتباره مادة أو لية أساسية للعملية الإنتاجية وذلك لتفادي الانقطاعات في التموين من هذه المادة الأساسية.

ثانيا: أدوات الاستثمار

تعرف أدوات الاستثمار على أنها الأصل الحقيقي أو الأصل المالي الذي يمتلكه المستثمر لقاء الأموال التي يستثمرها، وأدوات الاستثمار كثيرة جدا ويمكن استعراض أهمها حسب أهميتها في الاقتصاد الوطني ودرجة سيولتها وسهولة تداولها ومن أهم هذه الأدوات نجد.

1- الأوراق المالية: تعتبر الأوراق المالية من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر وذلك لما توفره للمستثمر لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى فيما بينها من عدة زوايا¹، حيث يمكن تصنيف أدوات الاستثمار المالي إلى أصناف متنوعة حسب معايير مختلفة، فهي إما تكون:²

أ- **أدوات دين:** ومن أمثلتها أدونات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات والسندات، وإما أن تكون.

ب- **أدوات ملكية:** مثل الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

ج- **قصيرة الآجل** وتستحق خلال سنة مثل أدونات الخزينة وشهادات الإيداع وعقود العملات الأجنبية.

د- **طويلة الآجل:** مثل أدوات الملكية والمديونية

2- الاستثمار في العقارات: هذا النوع يمكن مشاهدته على حقيقته ويعد من الاستثمارات المربحة والمقبولة، حيث يأتي الاستثمار في العقارات بالمرتبة الثانية من بين أدوات الاستثمار الأخرى ، ويكون على شكلين:

أ- **الاستثمار المباشر:** ويقصد به شراء العقار الحقيقي أي شراء أراضي أو مباني من قبل المستثمر مباشرة ويقوم بإدارتها بنفسه.

ب- **الاستثمار غير المباشر:** عندما يتم شراء سند عقاري صادر عن البنك العقاري أو المشاركة في محفظة مالية لإحدى الشركات التي تتعامل بالعقارات.³

3- السلع: تتمتع بعض السلع بمزايا خاصة تجعلها صالحة للاستثمار لدرجة أن تنشأ لها أسواق متخصصة (بورصات) على غرار بورصات الأوراق المالية، ولذلك أصبحنا نسمع بوجود بورصة القطن في نيويورك وأخرى للذهب في لندن وثالثة للبن في البرازيل، حيث يتم التعامل عن طريق خاصة تعرف باسم المستقبليات أو التعهدات المستقبلية، وتشبه المتاجرة بالسلع المتاجرة بالأوراق المالية في كثير من الوجوه إلا

¹ محمد مطر، إدارة الإستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة السادسة، عمان، 2013، ص 80-81.

² زياد رمضان، مرجع سابق، ص 45.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 53.

أن المتاجرة بالسلع تكون أكبر مخاطرة من المتاجرة في الأوراق المالية، غير أن كلاهما تتم في سوق منظمة وإجراءات البيع بالنسبة لكل منهما متشابهة إلى حد كبير، الاستثمار في الأوراق المالية يتمتع بدرجة عالية نسبيا من السيولة، أسعار كل منهما تكون معلنة في السوق ولا تخضع لأي مساومة.¹

5- المعادن النفيسة: يتمثل الاستثمار في المعادن النفيسة في الذهب والفضة والبلاتين، وقد شهدت أسعار المعادن تقلبات حادة في الآونة الأخيرة، ففي حين وصل سعر الذهب دروته في بداية الثمانيات، عاد وانخفض بحدة وخصوصا عندما تصاعد الدولار، وتتواجد المعادن النفيسة كما للأوراق المالية أسواق منظمة²، ويتخذ الاستثمار في المعادن النفيسة صورا متعددة أهمها:³

- الشراء والبيع المباشر؛

- ودائع الذهب في البنوك ولكن بفوائد منخفضة نسبيا؛

- المقايضة أو المبادلة بالذهب على نمط ما يحدث في سوق العملات الأجنبية.

6- العملات الأجنبية: تظهر أهمية التعامل بالعملات الأجنبية في كونها نتيجة حتمية لعمليات التجارة الدولية، وظهرت أهمية هذه السوق بعد إلغاء تحويل الدولار إلى ذهب واستخدام نظام تعويم أسعار العملات الأجنبية بعضها تجاه البعض الآخر وخاصة الرئيسية منها، ويعتمد سوق العملات الأجنبية على الأسعار المعروضة من قبل أشهر البنوك العالمية في سوق نيويورك، لندن، وهو سوق يعمل على مدار الساعة وتحدد أسعار العملات حاليا مقابل بعضها في أسواق حرة تسمى سوق القطع الأجنبي، وبفعل تأثير قانون العرض والطلب تتحدد أسعار الصرف الأجنبي، وعند التعامل بالعملات الأجنبية كأدوات استثمارية، يجب العلم بأنها أداة استثمارية حساسة جدا وتتأثر بعوامل متعددة منها اقتصادية وسياسية وغيرها وهذا ما أدى إلى ارتفاع درجة المخاطر للتعامل فيها.⁴

7- المشروعات الاقتصادية: وهي من بين أدوات الاستثمار الأكثر انتشارا في الوقت الحالي، وتتمثل المشروعات الصناعية أو التجارية أو الزراعية وتتصف بأنها تمتلك أدوات حقيقية لان مجمل المشروعات الاقتصادية تمتلك أدوات حقيقية مثل الآلات ووسائل النقل ويساعد الاستثمار في المشروعات الاقتصادية على خلق القيمة المضافة للاقتصاد القومي وبالتالي تساعد على زيادة الناتج القومي وتراكم رأس المال الثابت.⁵

8- صناديق الاستثمار: يمكن تعريف صناديق الاستثمار على أنها عبارة عن أوعية مالية ادخارية تقوم بتجميع المدخرات من كبار وصغار المستثمرين مقابل حصولهم على حصص ملكية في الصندوق ويتحدد نصيب كل مساهم حسب مساهمته في الصندوق، مقابل ذلك تتعهد الهيئة المشرفة على تسيير الصندوق

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 43-44.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 91.

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 33.

⁴ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 60.

⁵ اريا الله محمد، مرجع سابق، ص 44.

باستثمار هذه الأموال بما يعود بالفائدة على الطرفين¹، وبالتالي يمارس صندوق الاستثمار عادة المتاجرة بالأوراق المالية بيعا وشراء، كما يكون بالمثل تكوين صناديق استثمار عقارية تمارس المتاجرة في العقار².

المطلب الرابع: عوائد الاستثمار ومخاطرها

أولاً: عوائد الاستثمار وطرق قياسها

1- عوائد الاستثمار:

أ- تعريف العائد:

يعرف العائد على أنه المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس مال المستثمر، معبراً عن هذه المكافئة بنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة³. كما يعرف على أنه مقدار الزيادة أو الإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار⁴. ويعرف أيضاً بأنه: عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، والعائد قد يكون على شكل عوائد فعلية أو عوائد متوقعة لا تتصف بدرجة عدم التأكد الكامل أو عوائد مطلوبة يرغب المستثمر بتحقيقها مستقبلاً⁵.

ب- أشكال العائد

وتأخذ عوائد الأصول المالية ثلاثة أشكال⁶:

- **توزيعات الأرباح:** فإذا كان هذا الأصل يمثل حق ملكية (سهم) فحامل هذا السهم شريك في الشركة المصدرة له وهو أحد مالكيها وحقه هو جزء من حقوق المساهمين.
- **الفوائد:** فإذا كان الأصل يمثل أموال اقتراض (أداة دين) كالسند فحامل السند هو مقرض للشركة المصدرة لهذه السندات وبالتالي فحامل السند هو مقرض للشركة المصدرة لهذه السندات وبالتالي فحامل السند يحق له الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.
- **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عادة الأرباح الرأسمالية عن إعادة بيع الأصول المالية فإذا باع حامل السهم أو حامل السند الأصل بسعر يزيد عن سعر الشراء يكون قد حقق ربحاً رأسمالي والعكس صحيح.

¹ عمر عبوا، مرجع سابق، ص 117.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 92.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 90.

⁴ محمد البشبي، مبروك محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، ملتقى دولي ثالث: إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والأفاق، جامعة الشلف، يومي 25-26 نوفمبر 2008، ص 4.

⁵ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 93.

⁶ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 80.

ج- أنواع العائد:

- **العائد الفعلي:** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه للورقة المالية.¹ ويمكن تحديد عائد الأصل المالي بأنه إجمالي الأرباح والخسائر الناتجة عن امتلاك هذا الأصل خلال فترة زمنية محددة وتنتج أرباح وخسائر.²
- **العائد المتوقع:** هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الاستثمار في المشروع ويتم حسابه بضرب كل عائد محتمل للمشروع في إحتمال حدوثه ثم تجمع الإجابات فيكون الجواب هو العائد المتوقع، ويعبر عنه رياضيا بالمعادلة التالية.³

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

- **العائد المطلوب:** وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار⁴، ويتكون العائد المطلوب من جزأين هما:⁵
- **العائد الخالي من المخاطرة:** وهو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطر نهائيا أي مجالات خالية من الخطر.
- **علاوة الخطر:** وهو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن الخطر الذي ينطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية، ويمكن التعبير عنه باستخدام نموذج توازن الأصول المالية من خلال معادلة السوق:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{العائد الخالي من المخاطرة} + \text{معامل بيتا}$$

2- حساب العائد:

- أ- **عوائد الأسهم العادية:** ويمكن قياس عائد السهم بالمقاييس التالية:
- **عائد فترة الاحتفاظ:** يتم قياس العائد على الاستثمار من خلال احتساب قيمة الورقة المالية بنهاية الفترة المضافة إليها توزيعات نقدية حصل عليها المستثمر خلال فترة الاحتفاظ بالورقة المالية، وقد يكون هذا العائد موجبا أو سالبا بالاعتماد على قيمة الورقة في نهاية الفترة.⁶ ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:¹

¹ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008، ص 250.

² سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملقن دولي بعنوان: الأزمة المالية والإقتصادية

الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20. 21 أكتوبر 2009، ص 10-11.

³ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 315.

⁴ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 60.

⁵ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 130.

⁶ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، 2011، ص 96.

$$\text{عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{التدفقات النقدية الجارية}}{\text{تكلفة الشراء}}$$

- **نصيب السهم من الأرباح المحققة:** ويرمز له بالرمز EPS حيث أنه مقياس مهم يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام وتسعى الشركات جهدا لزيادته لأنه يلعب دورا مهما في تحديد سعر السهم حيث أنه أحد العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم.² ويمكن حسابه من خلال المعادلة التالية:³

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الأرباح الخاصة بالأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

- **نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة:** هو مقياس مهم لأنه يعطي مؤشرا على عوائد الأسهم بشكل عام، وتبذل الشركات جهدا لزيادته حيث أنها من العوامل التي يركز عليها حملة الأسهم عندما يفكرون بشراء السهم، ويمكن حسابها كآتي:⁴

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = 100 \times \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

- **الربح الجاري للسهم:** وهو مقياس مهم جدا في عملية تقييم السهم من وجهة نظر المستثمر، حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الأرباح ويقاس كما يلي:¹

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 57.

² زياد رمضان، مرجع سابق، ص 310.

³ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 88.

⁴ علي محمد صالح عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان - الأردن، 2008، ص 143-144.

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{100 \times \text{القيمة السوقية للسهم}}$$

- ج - **عائد السهم الممتاز:** إن عائد السهم الممتاز يساوي نصيبه من الأرباح مقسوما على ثمنه الذي دفعه حامله للحصول عليه وهو العائد الفعلي.²
- د - **عوائد السندات:** تتنوع عوائد السندات بحسب الغرض من حسابها، ومن أشكالها: العائد الجاري، والعائد لفترة الاقتناء، والعائد لموعد الاستحقاق.
- **العائد الجاري:** ويحسب وفق العلاقة التالية:³

$$\text{العائد الجاري} = 100 \times \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي}}{\text{سعر الفائدة في السند}}$$

- **العائد لفترة الاقتناء:** هو العائد الذي يحصل عليه حامل السند إذا احتفظ به إلى أن يحين موعد استحقاقه، ويمثل معدل الخصم الذي يتم استعماله لحساب القيمة الحالية لمبالغ الفائدة التي سيقبضها حامله من لحظة شرائه وإلى حين استحقاقه مضافا إليه القيمة الحالية لقيمتها الاسمية التي سيقبضها عند موعد الاستحقاق.⁴
- ويحسب كما يلي:⁵

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \frac{\text{سعر البيع} - (\text{سعر الشراء} + \text{الفوائد})}{\text{سعر الشراء}}$$

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 312.

² زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 257.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 52-53.

⁴ زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 253.

⁵ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 132.

ثانيا: المخاطرة وطرق قياسها

1- تعريف المخاطرة:

قبل التعرض لمختلف التعاريف لمصطلح الخطر يجدر بنا الإشارة الى أن الخطر يدعى أحيانا المخاطرة رغم الاختلاف الموجود بينهما في اللغة الفرنسية. كخطوة أولى يمكن أن نقدم توضيحا لكلمة الخطر وفقا لمختلف وجهات النظر:

- **لغة:** إن كلمة خطر هي مستوحاة من المصطلح اللاتيني *risque* أي *Rescass*، والذي يدل على الارتفاع في التوازن وحدوث تغير ما مقارنة ما كان منتظرا والانحراف المتوقع.
- **اصطلاحا:** هو ذلك الالتزام الذي يحمل في جوانبه الربية وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع والضرر، حيث يكون هذا الأخير إما تدهور أو خسارة.¹

ويمكن تعريف المخاطرة: على أنها درجة تقلب في العائد المتوقع، وتحديد آخر هو أن المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ يتحقق أو لا، وعلى وفق الدرجة المخاطر، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية².

يعرف الخطر على أنه حالة عدم التأكد الذي لديه تأثير مباشر على الثروة والممتلكات، حيث أن أي قرار استثماري يترافق معه شيء من اللاتأكد بشأن النتائج المتحققة منه إذ يرتبط هذا الخطر بالطرق التي تمول عن طريقها المنشأة عملياتها أو مشاريعها³.

ومن التعاريف السابقة نستنتج: أن المخاطرة هي درجة عدم التأكد الجزئي تجاه قيمة الأصل في المستقبل (أو قيمة تدفقاته المستقبلية) فالعائد المحقق مستقبلا فيما بعد (ex-post) يختلف نسبيا عن العائد المتوقع من قبل (ex-ante)، وهوما يعرف إحصائيا بتشتت القيم المحققة مقارنة بالقيمة المتوقعة.

2- أنواع المخاطرة:

إن المخاطر التي تنطوي عليها الأسهم والسندات فيما بينها كبيرة، حيث أن الأوراق المالية الحكومية تكاد تكون خالية من المخاطر خاصة السندات طالما أنه لا يوجد احتمال لعدم سداد الفوائد أو القيمة عند تاريخ الاستحقاق، أما الأوراق المالية غير الحكومية وخاصة الأسهم، فإن الخطر يعتبر عنصرا مؤثرا في إتخاذ

¹ صوار يوسف، محاضرة تقدير خطر عدم التسديد القرض بإستعمال طريقة القرض والتقنية الإصطناعية بالبنوك الجزائرية - دراسة حالة بنك الجزائري للتنمية الريفية BADR، مذكرة تخرج لخرج لنيل شنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية في العلوم الاقتصادية، تخصص مالي، تخصص تسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعية 2008، ص22.

² حسن سلطان، إدارة مخاطر الإستثمار المالي، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، السنة الجامعية 2008-2009، ص6.

³ ZVI Bodie , ROBERT Merton, Fianance, 2eme édition pearson, Paris, 2007, p290.

القرار الاستثماري، وهوما يتطلب تحديد نوع المخاطرة التي تتصف بها الأوراق المالية، وعموما تصنف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلى نوعين:

أ- **المخاطر المنتظمة:** تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام نفسه، وبالتالي فإن تأثيرها يشمل جميع عوائد الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، والمخاطر النظامية تحدث عادة عند وقوع حادث كبير تتأثر معه السوق بأكملها، ومثال على ذلك حدوث حرب أو تغيير في النظام السياسي أو تفشي بعض الأحداث الداخلية غير المواتية فعند وقوع أي من الأحداث العامة الشاملة فإنه لا توجد وسيلة لحماية المخاطر الناجمة عنها.¹ وتتسم المخاطر بالخصائص التالية:²

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص؛
 - لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين؛
 - ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد؛
 - لا يمكن تجنبها بالتنوع (الاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية والقطاعات).
- ب- **المخاطر غير المنتظمة:** عبارة عن المخاطر المتبقية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة أو هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تنفرد بها مؤسسة أو صناعة ما، ونظرا لأن المخاطر المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على مؤسسة ما أو عدد قليل من المؤسسات فإنه يحب التنبؤ بها على نحو مستقل لكل مؤسسة على حدى.³

وهذا النوع من المخاطر يتميز بالآتي:⁴

- تنشأ بفعل عوامل تخص المنشأة بذاتها
- يمكن تجنبها بالتنوع وتخفيضها إلى الصفر تقريبا
- تؤثر إن وجدت على المنشأة
- مقياسها المطلق للتباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

ج - المخاطر المرتبطة بالأسهم.

يجب على المستثمر ان يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار والتي تعتبر من الخطوات الهامة ومن بين المخاطر المرتبطة بالأسهم نجد مخاطر السوق، الصناعة، الإدارة.

- **مخاطر السوق:** يحدث نتيجة لتقلبات تطرأ في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب اقتصادية، اجتماعية أو سياسية في الدولة أو في دول أخرى تربطها بالدول المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على

¹ عبد اللطيف مصيطفي، عبد الله عنيشل، العلاقة بين العند والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، جامعة غرداية، غرداية، العدد 07، نوفمبر، 2017، 2017، ص 40.

² عمر عنتر عثمان عنتر، تباين القرارات الإستثمارية في أسواق المال باختلاف نوعية هذه الأسواق، ناشئة، مقدمة، مجلة علوم إنسانية، جامعة الأردن، السنة السابعة، العدد 45، 2010، ص 3-4.

³ معنوق جمال، مرجع سابق، ص 163.

⁴ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 135.

وجه الخصوص على الأسهم العادية أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة مقارنة بقيمة الأسهم.¹

- **مخاطر الإدارة:** وهي المخاطر الناشئة عن الأخطاء التي يمكن أن ترتكبها إدارة الشركة أثناء الإشراف وتنفيذ أعمال الشركة وهذه الأخطاء قد تكون مقصودة كالغش والاحتيال كما يحدث في عملية الاحتيال المصرفي ومن الأمثلة كذلك على مخاطر الإدارة سوء الائتمان وبما يعرض هذه الشركات إلى خسائر مالية كبيرة أو يكون منشأ هذه المخاطر هو الأخطاء الناشئة عن ضعف في الإدارة وضعف أنظمة الرقابة المالية والإدارية بما يحمل الشركة أعباء مالية إضافية.²

- **مخاطر الصناعة:** تتعرض كل المنشآت في صناعة واحدة إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة لا تؤثر في غالبية المنشآت العامة خارج تلك الصناعة، هذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة وتتجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة كوجود صعوبة توفير المواد الأولية ووجود خلافات مستمرة بين العمال والإدارة، وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين والحكومات المتعلقة برقابة على التلوث، وأذواق وتقضيلات المستهلكين.³

- **مخاطر الإفلاس:** تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير، نتيجة التغير في سلامة المركز المالي وهوما ينعكس على قيمة أو راقها المالية حيث تكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة إلى حاملي الأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد استيفاء الدائنين حقوقهم كاملة حيث يمكن أن لا يبقى بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق وأن استثمروها في تلك المنشأة.⁴

- **مخاطر الرفع التشغيلي:** يحدث هذا الخطر نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الاحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر بالتغيرات الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال وبالتالي نتيجة لارتفاع التكاليف الثابتة فإنه سيؤثر على العوائد والأرباح الدورية أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.⁵

- **مخاطر الرفع المالي:** تنشأ مخاطر الرفع المالي بسبب استخدام أموال الغير بتكلفة ثابتة نتيجة للاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة فالشركات التي تكون ميزانيتها قروض تكون تستخدم في الرفع المالي⁶، كما تكمن

¹ بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنوك التجارية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2006-2007، ص36.

² محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص 18.

³ حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤية إقتصادية، مجلة إقتصادية دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الإقتصادية والتجارية، علوم التسيير، جامعة الوادي- الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر، 2012، ص56.

⁴ حسن السلطان، مرجع سابق، ص 12.

⁵ بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 36-37.

⁶ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 55.

مخاطر الرافعة في هذه الحالة عندما تنخفض أرباح التشغيل عن تكلفة التمويل مما يؤدي إلى انخفاض الربح أو تحويل أرباح التشغيل إلى خسائر¹.

د- المخاطر المرتبطة بالسندات:

- **مخاطر السيولة:** هي المخاطر المرتبطة باحتمال أن تواجه المؤسسة مصاعب توفير الأموال اللازمة لمقابلة الالتزامات (مطلوبات) وتظهر هذه المخاطر عندما لا تستطيع المؤسسة تلبية التزاماتها الخاصة بمدفوعاتها في مواعيدها بطريقة فعالة من حيث التكلفة، أي تتمثل في عجز المؤسسة عن تدبير الأموال اللازمة بتكلفة عادية²، وبالتالي تفقد السندات لخاصية السيولة إذا كان حجم الإصدار ضئيلاً أو إذا كانت درجة ملائمة الإصدار متدنية حيث يتعرض المستثمر إلى مخاطر الإفلاس وعدم السداد³.

- **مخاطر أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار السندات صعوداً أو هبوطاً باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصاً في فترات التضخم، إذ في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما لديهم من سندات مما يغرق السوق المالي بها فتتخفض أسعارها⁴.

- **مخاطر 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 للنقود، وذلك لأنه يعمل على تآكل القوة الشرائية للعملة وخفض معدل الحقيقي على الاستثمارات⁵.

- **مخاطر الإطفاء السنوي السند:** يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة في أن تطفئ سنوياً نسبة محددة من الإصدار، كما ينص هذا العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل هذا الشرط في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارنة بالقيمة الاسمية، فيقومون بإطفاء سنداتهم ملحقين بأضرار كبيرة بحملة السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية⁶.

- **مخاطر استدعاء السند:** تصدر الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء ويعطي هذا الشرط للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها من خلال فترة محدودة بقيمة تسمى القيمة الاستدائية للسند غالباً ما تكون

¹ حسن السلطان، مرجع سابق، ص 12.

² بن لعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009 - 2010، ص 334.

³ حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 76.

⁴ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 118.

⁵ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 64.

⁶ محمد مطر، مرجع سابق، ص 242.

أعلى من قيمته الإسمية بعلاوة تسمى بعلاوة الاستدعاء ويكون شرط الاستدعاء ملازماً في معظم الحالات للسندات القابلة للتحويل.¹

3 - حساب المخاطرة:

وفي هذا المقام يتم النظر إلى الطرق والأساليب التي تقيس المخاطرة وهي عديدة حيث سنعتمد على أربعة نماذج لقياس المخاطرة لأهميتها من جهة وإمكانية تطبيقها من جهة أخرى وهي:

أ- **المدى:** يعتبر المدى الذي يتمثل في الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة للمتغير المالي كمؤشر للحكم على المستوى النسبي للخطر، حيث كلما زادت قيمة المدى كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر المصاحب للمتغير المالي موضع الاهتمام.²

ب- **التوزيعات الاحتمالية:** وهي تقدم أداة كمية أكثر تفصيلاً من مقياس المدى، وذلك من خلال تتبع سلوك المتغير المالي وتحديد القيم المتوقعة الحدوث في ظل الأحداث الممكنة. وتحديد التوزيع الاحتمالي لهذه القيم، واستخدامه في المقارنة بين مستويات الخطر المصاحبة لعدد من الأصول المستقلة، وبما يمكن من المفاضلة فيما بينها. وكلما كان التوزيع الاحتمالي أكثر اتساعاً نحو الطرفين، كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع مستوى الخطر.³

ج - **التباين:** يعرف التباين على أنه مربع الانحراف المعياري، ويعتبر التباين أحد أفضل المقاييس للمخاطرة، فكلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير دل على عدم تجانسها وعلى تشتتها ويمكن تحديد الخطر المرتبط باستثمار معين من خلال معرفة التغير في معدلات العائد، حيث كلما زاد التقلب في هذه المعدلات كلما زادت المخاطر، ويمكن التعبير عن التباين كالآتي:⁴

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

د- **الانحراف المعياري:** يعرف الانحراف المعياري بأنه مقياس لتشتت القيم عن وسطها الحسابي، وفي إطار الإدارة المالية يمثل مقدار تشتت العوائد المحتملة عن القيمة المتوقعة للعائد وفقاً للحالة الاقتصادية وطبقاً لاحتمالات حدوثها، سواء كان مقدار التشتت أكبر أو أدنى من القيمة المتوقعة.

¹ فتيحة أبن أبوسحاقي، بورصة الجزائر - واقع وأفاق، رسالة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود والمالية، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص 113.

² حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية دولية، السنة الجامعية: 2011-2012، ص 37.

³ عبد القادر شلالي، علل قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، في جامعة أكلي امحمد أو لحاج بالبويرة، أيام: 26-27/11/2013م، ص 7.

⁴ محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، دراسات اقتصادية، دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، جامعة الملك سعود، السعودية، العدد الثامن، جويلية 2006، ص 38.

ويحسب الانحراف المعياري على وفق الصيغة التالية:¹

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

هـ - **معامل الاختلاف**: وهو أداة تستخدم لقياس المخاطرة لكل وحدة من وحدات العائد محسوبة على أساس الانحراف المعياري ومقسومة على العائد المتوقع، ويتم حسابه كما يلي:²

$$\text{معامل الاختلاف} = 100 \times \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{المتوسط الحسابي (الذي هو معدل العائد)}}$$

و- **معامل بيتا**: يبين درجة حساسية قيم الأصل المالي نحو التغيرات التي تحدث في أصل آخر

(فمثلا لا يمكن قياس درجة حساسية عائد معين للتغيرات في عائد السوق أو التغيرات في أسعار الفائدة بالبنوك)، ويمكن أن نعبر عن معامل بيتا للخطر الذي تتعرض له الأوراق المالية من مخاطر عامة وخاصة بالعبرة التالية:

$$\frac{COV(R_A, R_M)}{\delta_{RM}^2} = \beta = \text{معامل} \beta$$

β - : درجة حساسية قيم الأصل المالي في الأصول المالية الأخرى

$R_{A,t}$: معدل عائد السهم (A) في الزمن t.

$R_{M,t}$: معدل عائد السوق (M) في الزمن t.

δ_{RM} : تباين مردودية السوق.

¹ عدنان تايه النعميمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 105.

² علي محمد صالح عباس، مرجع سابق، ص 153.

ويمثل بيتا درجة حساسية التغير في حاصل عوائد الورقة المالية إلى التغير في مؤشر السوق، كما يقيس مدى حساسية التغيرات التي تحدث في السوق أين تظهر علاقة درجة خطورة السوق المالي وعلاقة الورقة المالية بالسوق¹.

وعليه فإن العلاقة التي تربط بين العائد والمخاطرة في أصل مالي ما هي الا علاقة طردية حيث كلما زادت المخاطر على استثمار معين فإن المستثمر يطلب عائد مرتفعاً كعلاوة على الخطر الذي يتعرض لها.²

¹ حمداني زهرة، مرجع سابق، ص 40.

² شقييري نوري موسى، مرجع سابق، ص 150.

المبحث الرابع: التمويل عن طريق سوق رأس المال:

يشكل نشاط التمويل إحدى الأنشطة الأساسية في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، وهذا نظراً للدور الذي يلعبه في النشاط الاستغلالي و الاستثماري للمؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويلية جديدة عندما تكون مصادرها الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها، وبصفة عامة يوجد نوعان من التمويل التمويل الداخلي " ذاتي " والثاني خارجي أي لجوء المؤسسة إلى البورصة كمصدر حديث لتمويل احتياجاتها المالية.

المطلب الأول: الأساس النظري لمصادر التمويل:

أو لا: تعريف التمويل:

لقد تعددت واختلفت تعاريف التمويل ونذكر من بينها ما يلي:

- يعرف التمويل بصفة عامة، بأنه عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها واستخدامها لضمان عملية استمرار، عملية إعادة الانتاج على مستوى الاقتصاد الوطني ومستوى المنشأة سواء كانت انتاجية أو خدمية ، أو بكلمة أخرى، يفترض الأخذ بمفهوم واحد لمصطلح " التمويل " في لغة الاقتصاد، بوصفه تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة ومختلفة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية، واستخدامها في تكوين القيم المادية والحفاظ على استمراريتها، ويندرج في تعريف التمويل بمفهومه الواسع جميع المعاملات والصفقات المالية التي يؤدي استخدامها إلى تغييرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية. وتظهر عادة في اطار الميزانية مصادر رأس المال ومكوناته والحقوق والالتزامات المالية الأخرى¹.
- ويمكن تعريف التمويل على أنه توفير المواد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الجديدة قصد إنتاج السلع والخدمات².
- ويعرف التمويل على أنه الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط، وهو جزء من الإدارة³.
- ويمكن تعريف التمويل: هو تلك الوظيفة الادارية في اي شركة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة بما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والدولة والمستهلكين⁴.

¹ فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة رئيسية لإستثمارية المشاريع الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية: 2011-2012، ص40.

² رايح خونة، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار إيتارك للنشر والتوزيع، ط1، القاهرة، 2008، ص52.

³ سميرة هريان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة، دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي،

أطروحة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إقتصاد دولي، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014-2015، ص28.

⁴ بن امر حسين، مرجع سابق، ص2.

- كما يعرف التمويل عل أنه: هو مجموعة الوسائل والأساليب التي تتبعها إدارة المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لغرض تغطية احتياجاتها المالية كالبدا في مشروعات جديدة أو التوسع في أعمال المشروعات القائمة¹.

ثانيا: أهمية التمويل:

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد التزاماتها، ومن هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في²:

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي يزيد بها الدخل الوطني.
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات .
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من مخاطر الإفلاس والتصفية أي توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز دون خسائر كبيرة.
- ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة.

ثالثا: مصادر التمويل

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية، ومن هنا فهي تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم بميزانية المنشأة ، سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو متوسطة أو قصيرة الأجل، وهوما يطلق عليه مصطلح الهيكل المالي. وتنقسم مصادر التمويل الى قسمين تمويل داخلي (ذاتي) وآخر خارجي³:

¹ برحومة عبد الحميد، مرجع سابق، ص54.

² رابح خوني، رقية حساني، مرجع سابق، ص 96-97.

³ - حليلة عطية، مرجع سابق - ص33.

1- مصادر التمويل الذاتي:

يمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه : اعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، وبذلك تنفادى هذه الاخيرة زيادة رأسمالها سواء من أصحابها أو من الغير وهذا لأغراض التوسع في المؤسسة وما يترتب عن ذلك من مشاكل ومصاريف تنقل كاهل المؤسسة.

المصادر الداخلية أو الذاتية لمؤسسة ما هي في الواقع إلا الفائض من الأموال التي حققتها المؤسسة، والذي يمكن لها التصرف فيه، فالتمويل الذاتي هو وسيلة تمويلية جد هامة أكثر استعمالا بحيث يسمح لمؤسسة بتمويل نشاطها بنفسها دون اللجوء إلى أطراف أخرى، وبهذا فان للتمويل الذاتي مصدرين هما:

أ- الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية الطويلة الأجل لمنشأة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم)، أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات) ¹ . ويحدث في أحيان كثيرة ولاعتبارات معينة تخص الشركة أن تستخدم أكثر من مصدر تمويل واحد للحصول على ما تحتاجه من الأموال مكونة بذلك ما يسمى بخليط التمويل (تكوين رأس المال)، إما بسبب عدم كفاية الأرباح المحتجزة إلى جانب أسباب أخرى تتعلق بقوانين الشركة أو بسبب التشريعات الحكومية كالضريبة وغيرها وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل لعمليات النمو والتوسع ، كما تستخدم الأرباح المحجوزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة. وسياسة توزيع الأرباح هي التي تحدد الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وأيضا الجزء الذي يحتجز وعند تخطيط سياسة توزيع الأرباح، على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار مصالح المؤسسة من جهة ومصالح المساهمين من جهة أخرى.

ب- الإهلاك:

يعرف على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف اظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية.

كما يعرف: بأنه طريقة لتوزيع التكاليف حيث توزع تكلفة الاستثمار القابل للاهلاك على دورات مدة حياته². فالإهلاك عبارة عن طريقة تهدف إلى توزيع تكلفة الأصول الثابتة على الحياة الإنتاجية أو على أساس الطاقة الإنتاجية، وتخصيص الإهلاك يسمح بإعادة تمويل استثمارات المؤسسات لأنه يعتبر موردا ماليا.

ج- الادخار أو الاحتياط:

¹ محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جبل ابن ربيع العبد، الإدارة المالية" مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004 ، ص :30

² أحمد بن فليس، المحاسبة المعمقة، وأعمال نهاية السنة المالية مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 2000، ص 10.

ويقصد به اقتطاع جزء من الدخل أو الامتناع عن الاستهلاك، وهي جزء من الأرباح المحققة وغير الموزعة يتم تكوينها من الأرباح المحتجزة، حيث عرفت على أنها الاحتياطات مهما كان نوعها. وهي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكنها حجزت في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتبر حقا من حقوق أصحاب المشروع.¹

، كما أن الاحتياط ينقسم إلى قسمين هما² : الاحتياط الإجباري والاحتياط التطوعي، فالأول يفرض (فيما يخص البنك) قانونيا، حيث يحول جزء من الأرباح إلى احتياط، أما النوع الثاني فهو غير إجباري ولكن تضعه المؤسسة حتى تواجه الأخطار والخسائر المحتملة وبذلك تقلل من الخسائر. وعادة ما يلجأ المستثمر إلى الاعتماد على مصادره الداخلية إذا كانت الأرباح التي يجنيها في حالة اعتماده على المصادر الخارجية أقلّ منها إذا استعمل أمواله.³

2- المصادر الخارجية

يلجأ المشروع إلى التمويل الخارجي وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لديه، كذلك التمويل الذاتي بصفة عامة لا يكفي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى من الاستثمارات عند الحدود المقبولة، وتتجاوز أزمات السيولة الطرفية فإنها تلجأ إلى مصادر خارجية للحصول على الأموال ويتمثل في المدخرات المتاحة في الأسواق المالية محلية كانت أو أجنبية بواسطة التزامات مالية سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم لمواجهة احتياجاتها التمويلية، ولهذا التمويل مصدرين، تمويل قصير الاجل وتمويل طويل الاجل:

أ- التمويل قصير الأجل:

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بسدادها في مدة لا تتجاوز سنة واحدة، ويمكن حصر هذه المصادر في نوعين رئيسيين، وهما الائتمان المصرفي، والائتمان التجاري.

- الائتمان التجاري:

يحتل الائتمان التجاري المرتبة الأولى من حيث الأهمية في المزيج التمويلي قصير الأجل، وتزداد أهمية هذا النوع من التمويل خاصة في الشركات الصغيرة والحديثة التكوين، نظرا لصعوبة حصولها على قروض أو تسهيلات مصرفية، ويتمثل في البيع بالأجل للمشتريين.

حيث يمكن تعريفه على أنه : الائتمان قصير الأجل تحصل عليه الشركات من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية.⁴

¹ أحمد بن فليس، مرجع سابق، ص 10.

² حليلة عطية، مرجع سابق - ص 31.

³ عبد العزيز ميلودي محددات تمويل الاستثمار في البنوك الاسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية الاقتصادية الكمي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2007/2006 ص 26.

⁴ سميحة بن محياؤ ي - مرجع سابق - ص 29.

ويمكن تعريفه من وجهة نظر الإدارة المالية بأنه: " تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحياناً يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع¹.

وبنشأ هذا المصدر التمويلي عن سياسة الشراء الآجل التي تمكن المشتري من الحصول على البضائع من البائع مباشرة، مقابل وعد بسداد قيمتها في وقت لاحق في المستقبل.

وهناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما: ²

* الحساب الجاري (الائتمان التجاري المجاني):

هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الاجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزة الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف والفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، يتم سداؤه في موعد استحقاق حسب ما هو متفق عليه .

* أو راق الدفع أو الكمبيالات (الائتمان التجاري المكلف):

هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام الكمبيالات أو السند الاذني لإثبات عملية البيع على الحساب.

- الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي أحد أهم مصادر التمويل الخارجي التي تلجأ إليه المؤسسات ويتمثل الاعتماد المصرفي بأنه الثقة التي يوليها البنك المتعامل معه لإتاحة مبلغ معين من المال واستخدامه في غرض محدد خلال فترة معينة ويتم سداؤه بشروط معينة مقابل عائد عادي متفق عليه³ يقصد بالائتمان المصرفي القروض أو التسهيلات المصرفية التي تحصل عليها الشركة من المصارف والمؤسسات المالية، ، ويحتل هذا النوع من الائتمان المرتبة الثانية بين مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشروعات في تمويل عملياتها قصيرة الأجل بعد الائتمان التجاري، وذلك راجع للمزايا التي يوفرها هذا النوع من التمويل. فبالمقارنة بالائتمان التجاري يتميز هذا النوع من التمويل بالمرونة، ففي الوقت الذي يقتصر فيه شكل الائتمان التجاري على حصول العميل على البضاعة،

بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونالغاز، مذكرة ماجستير
¹ تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، السنة الجامعية 2011/2012، ص 30.

² بوربيعة غنية، المرجع السابق، ص 31.

³ - حليلة عطية، مرجع سابق، ص 37

يكون الائتمان المصرفي على صورة نقدية تمكن العميل من استخدام حسيطة القرض أو التسهيلات المصرفية الممنوحة في الحالات التي يريدها. ومن ناحية أخرى فإن إجراءات الحصول عليه سهلة وسريعة إذا ما قورنت بمصادر أخرى للتمويل مثل إصدار الأوراق المالية، وتلجأ المشاريع عادة إلى البنوك التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التمويلية الموسمية ورأس المال العامل (تمويل شراء البضائع واللوازم والحسابات المدينة الذي يترافق مع مواسم الزيادة في المبيعات)، ويتم تسديد هذه القروض خلال فترة زمنية أقل من سنة.

وبتشابه هذا المصدر مع الائتمان التجاري وما ينشأ عنه من حسابات الذمم الدائنة وأوراق الدفع إذ أن حجمه يزداد آلياً مع ازدياد حجم نشاط ومبيعات الشركة، يجب أن لا يقل معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه عن معدل الفائدة (تكلفة التمويل) والا يلغى المصدر ويبحث المحلل المالي عن مصدر تمويلي أفضل، حتى يصل لمزيج مصادر التمويل المناسبة التي تقل تكلفتها عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار، أو على الأقل تكون متساوية¹.

ج- التمويل طويل الأجل:

وتنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل طويل الأجل، نتيجة للتوسعات التي تنوي المنشآت القيام بها. وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد، ومن ثم فالأفضل على الأصول الثابتة. ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل، والذي كثيراً ما يحدد سرعة واتجاه المنشآت، كما أن مهمة تدبيره من المهام الأساسية للمدير المالي، وذلك تلبية لاحتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو لأغراض التوسع والتحسينات.

ومن هذه المصادر نجد الاسم بنوعها العادية والممتازة، الديون أي القروض متوسطة وطويلة الأجل، الاحتياطات والأرباح المحتجزة وتتمثل مصادر التمويل بالخصوص فيما يلي:

* القروض طويلة الأجل:

وهي القروض التي تزيد آجالها عن سبع سنوات، وقد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة، وتمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية، أو بناء المصانع، وإقامة مشاريع جديدة².

تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقاً لشروط محددة

¹ - خالد ادريس - فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة - مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - جامعة قاصدي مرباح ورقلة - 2008/2007، ص 38.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 38.

بالعقد المبرم بينهما، ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.

إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة على القرض والعمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض وخاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقرض على تسديد الالتزامات عليه، ويعتمد احتساب كلفة القروض على المبلغ المقرض وسعر الفائدة وفترة الاقتراض¹.

أما فيما يخص التمويل عن طريق أدوات الملكية وأدوات الدين فسيتم التطرق إليه في المطالب المالية.

المطلب الثاني: آلية التمويل في السوق الأولي

تعد السوق الأولية مصدر التمويل الرأسمالي عن طريق اصدار اسهم وسندات من قبل الشركات بغرض حصولها على التمويل بغية تكوين رأس مالها أو زيادته للتوسع في مشاريعها، ولكي يتم التمويل عن طريق سوق رأس المال يجب التعرف أو لا على مراحل اصدار الأوراق المالية ومن قبل الشركات وكيف يتم الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين يساعده الوسطاء الماليين تتوفر لديهم الخبرة في مجال الاصدار والتعامل مع المستثمرين مقابل عمولة يدفعها المصدر للوسيط.

أو لا: تعريف السوق الأولية وخصائصها:

1- تعريف السوق الأولية:

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل².

هي تلك السوق التي يتم التعامل بالإصدارات الجديدة من الأدوات المالية سواء كانت للشركات في مرحلة التأسيس أو الشركات القائمة التي تقوم بزيادة رأس المال ، وتباع الإصدارات الجديدة بالجملة ، أي انه يتم في هذه السوق طرح الأدوات المالية للاكتتاب لأول مرة والهدف الرئيسي لهذه السوق الحصول على التمويل³.

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 52.

² رشام كهينة، مرجع سابق ص: 21.

³ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص: 22.

يتكون السوق الأولي من أصحاب الفائض وهم القطاع العائلي والمؤسسات ذوي القدرة التمويلية التي ترغب في توظيف رؤوس أموالها في شكل أوراق مالية يساعده الوسيط ذوي الخبرة وتقديمها في شكل قروض لأصحاب العجز والمتمثلين في الدولة والمشروعات. حيث تعتبر هذه الأسواق الوسيلة التي يتم من خلالها جمع المدخرات وتحويلها مباشرة إلى استثمارات.

2- خصائص السوق الأولي: نذكر بعضها فيما يلي:¹

-المرونة.

-انخفاض الروتين والإجراءات المطولة.

-انخفاض كلفة التداول ل لعدم شموله بتكاليف التسجيل.

-عدم شموله بعمولات الوسيط الماليين.

-صعوبة إعادة بيع الأوراق المالية بسبب عدم تسجيلها بالبورصة.

ثانيا: مراحل وأساليب الإصدار في السوق الأولي

قبل أن يتم الإصدار في السوق الأولي يجب أو لا على المصدر الالتزام بمجموعة من الشروط من بينها:²

- نشر المعلومات عن الهيئة المصدرة (شركة حكومية)

- نشر المعلومات حول الإصدار (طبيعته، مبلغه، الهدف منه، الأداة المستعملة)

-الحصول على الموافقة أو ما يعرف بالتأشيرة من السلطات المالية.

- الترخيص بتسويق الإصدار.

نشر المعلومات التفصيلية حول مجلس الإدارة وأعضائه والهيئات الادارية والرقابية الاخرى ان وجدت.

1- مراحل الإصدار في السوق الأولي:³

ويتم الإصدار في السوق الأولي عبر عدة مراحل وتتمثل في:

أ- مرحلة تهيئة الشركة: أهم خطوة فيها تتمثل في تعيين المستشار أو الوسيط المالي.

ب- مرحلة التحضير للطرح أين يتم تقييم الشركة وإعداد نشرة الإصدار (نشرة المعلومات).

ج- مرحلة الاكتتاب: قد يكون عاما أو خاصا.

2- أساليب الإصدار في السوق الأولوية:

أما عن تنظيم أنشطة الاكتتاب فتقوم بها هيئة الأدوات المالية بموجب قوانين وتعليمات نشرع لهذا الغرض،

حيث يبدأ عمل الأسواق المالية بموجب حصول الشركة على موافقة هذه الهيئة على بيان التسجيل الذي

يتضمن معلومات حول طبيعة الأعمال التي تمارسها الجهة المصدرة للورقة المالية وخصائصها وطبيعة

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 52

² لموشي رأوية، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار دراسة حالة الجزائر، تونس والمغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2013، ص: 116.

³ المرجع السابق، ص: 116.

المخاطر الاستثمارية، إضافة لقوائم المالية الخاصة بالشركة موثقة من طرف محاسب قانوني مستقل ويقدم هذا البيان إلى هيئة الأوراق المالية في جزأين:¹

أ - الجزء الأول يتضمن نشرة الإصدارات الأولية تحمل عنوان بالخط الأحمر الواضح يطلق عليها مصطلح " Red herring وهذه النشرة تعرض للجمهور كعرض أو لي عن الورقة المالية.

ب - أما الجزء الثاني لا يعرض على الجمهور بل يتم توفيره حسب طلب الهيئة.

كما تقوم هيئة الأوراق المالية عن طريق قسم تمويل الشركات بمراجعة المعلومات المفصح عنها في بيان التسجيل لتأكد من ملائمة المعلومات ودقتها. وعليه تنشأ علاقة بين الجهة المصدرة للأوراق المالية

والمكتتبين من الجمهور سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية

عندما ترغب شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام أو حين تقوم شركة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولي بأسلوبين:

أ - الطرح العام الأولي:

يقصد بالطرح العام الأولي عملية الإصدار الجديدة للورقة المالية وطرحها للاكتتاب العام للجمهور، ويتجلى ذلك واضحاً عند تأسيس شركات المساهمة العامة، أو تحويل الصيغة القانونية للشركة إلى مساهمة عامة، وذلك من خلال طرح الأسهم العادية للاكتتاب بها من قبل المستثمرين دون استثناء.²

ب - الطرح (الاكتتاب) الخاص:

إذ يقوم المؤسس أو المستثمر الرئيسي بدعوة بعض الوحدات أو الشركات مثل شركات التأمين، وحدات الضمان الاجتماعي شركات الاستثمار الرأسمالية للمساهمة في شراء الإصدارات الجديدة للشركات حديثة التأسيس.³

ثالثاً: أساليب تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية:

يتم تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية وفق الطرق أو الأساليب التالية:

2- أسلوب البيع المباشر: يتم بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية عن طريق البيع

المباشر بأن تتصل شركة الأعمال المصدرة للورقة المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية لكي

تبيع لها الورقة المالية، أو عن طريق البيع بالمزاد بدعوة المستثمرين للتقدم بعطاءاتهم محدداً فيها الكمية

المطلوب شراؤها من الأوراق المالية بأسعار الشراء، وفي هذه الحالة قد يكون المستثمرون أفراداً أو مؤسسات

ويتم بيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة إما من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق

المغلق أو المحدود.⁴

¹ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص: 22.

² ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 97.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 52.

⁴ رشام كهينة، مرجع سابق ص: 22.

***أسلوب البيع غير المباشر:** في هذا الأسلوب نعتمد على الوسطاء الماليين، حيث يتم طرح الاصدارات المالية من أسهم أو سندات على المستثمرين بواسطة البنوك التجارية أو بنك الاستثمار . وهنا يقوم الوسطاء بدورهم بتولي مسؤولية الاصدار وتغطية الاكتتاب¹.

***أسلوب المزاد:** وبناء على هذا الأسلوب فإنه يتم دعوة كل المستثمرين المحتملين، وذلك من أجل تقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شرائها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم بعد ذلك العطاءات ذات السعر الأدنى إلى أن يتم تصريف الإصدار بالكامل، وعادة ما يتم استخدام هذا الأسلوب في تصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة².

رابعاً: الوسطاء الماليون في السوق الأولية

عموماً يكون الوسيط في السوق الأولي بنك الاستثمار وتتمثل مهامه في تغطية عمليات اصدار الاسهم والسندات، وإدارة محافظ الأوراق المالية وعمليات الوساطة في تداول الأوراق المالية، ومع تزايد حجم المشروعات في الدول المتقدمة تعقدت عملية التمويل، لذلك وجدت مجموعة من المتخصصين يساعدون في الحصول على الأموال، وتسمى مهمة هؤلاء بالمروجين يقومون بالمساعدة في تدبير الأموال اللازمة للمشروعات ويرافق الوسيط المالي والمؤسسة ويقدم لها مختلف النصائح قبل وخلال عملية الاصدار يقوم الوسطاء الماليون في السوق الأولية بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقات وهناك ثلاثة أنواع من العروض يقدمها الوسطاء الماليون لطالبي الأموال في هذا الصدد هي:³

- **عروض الاكتتاب الكامل:** وفيها يلتزم الوسيط المالي بضمان توفير المبلغ المطلوب في العملية بالكامل أياً كانت استجابة السوق. فمثلاً إذا كانت هناك وحدة ذات عجز (سواء كانت حكومة أو مصرف أو مؤسسة عامة أو شركة كبرى) وأرادت الحصول على قرض (إقراض مباشر) أو إصدار سندات (إنفاق غير مباشر) فإنها تلجأ إلى وسيط مالي، وليكن مصرفاً كبيراً يتولى إدارة هذه العملية ويقوم هذا الوسيط بنفسه أو بالاتفاق مع وسطاء آخرين بالاكتتاب في هذا القرض أو هذه السندات بالكامل. ويعرف المصرف الأول بالمصرف الرائد، بينما تعرف المصارف الأخرى المشتركة معه في العملية باسم المصارف المشاركة، وبالطبع قد تتجح هذه المجموعة من الوسطاء الماليين والتي تعرف باسم "مجموعة الإدارة" في إعادة تسويق العملية (القرض أو السندات) أي توزيعها كلياً أو جزء منها على مكتبتين أخريين وقد لا تتجح. المهم أن المدين الأصلي قد ضمن - عن طريق الاكتتاب الكامل - الحصول على المبلغ الذي يحتاجه بالكامل، ويسري المنطق نفسه بالطبع في حالة المساهمة في رؤوس الأموال أو طرح الأسهم.

¹ زياد رمضان - مروان شموط مرجع سابق، ص: 87.

² الداوي خيرة مرجع سابق، ص: 13.

³ بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص: 20.

- **عروض بذل أقصى جهد:** وفيها يلتزم الوسيط (مجموعة الإدارة التي تشمل المصرف الرائد والمصارف المشاركة) ببذل أقصى جهد لتحقيق الاكتتاب الكامل للعملية . ولكنها لا تقدم في النهاية إلى المدين إلا ما توصلت إليه من اكتتابات فعلية أيا كانت نسبتها إلى إجمالي العملية.
 - **العروض المزبوجة:** وتلتزم فيها مجموعة الإدارة التزاما نهائيا بتقديم مبلغ معين أو نسبة معينة من إجمالي قيمة العملية والباقي تبذل فيه أقصى جهد.
- ويمكن أن نتطرق الى بالتفصيل الى مهام الوسيط من خلال التطرق الى بنك الاستثمار الذي يعتبر هو المسؤول والمتخصص في عمليات الاصدار والاكتتاب.

خامسا: بنوك الاستثمار

تعتبر بنوك الاستثمار أهم متدخل أو وسيط في هذه السوق باعتبارها تؤدي دورا هاما وكبيراً كمتعهد للإصدارات الجديدة للشركات وتسويقها للمستثمر، وبالتالي فإن عملية اختيار بنك الاستثمار من أهم خطوات الاكتتاب الناجح في السوق الأول. ية وتجدر الإشارة هنا أنه لا بد للشركات قبل اختبار بنك الاستثمار هناك قرارات رئيسية ينبغي أن تتخذها وهي تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها وتوقيت الإصدارات ونوع الأداة المالية التي ينبغي إصدارها أي ما إذا كانت سهم أو سند. لتأتي بعدها دور بنوك الاستثمارات حيث يخصص البنك من البداية وقتا أطول ومجهودا أو فر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار.¹

ويعرف بنك الاستثمار على أنه: وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها، وبين المستثمرين، إذ يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الإصدارات من خلال شرائه للأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلا من سعر البيع حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الاكتتاب (مصرفي الاستثمار) وعندما يقوم مصرفي الاستثمار بضمان تغطية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة.

1- مهام بنك الاستثمار:

- وتتضمن هذه المؤسسات بمهمة تصنيف أنسب الأوراق المزمع إصدارها، وكذا أنسب التوقيعات للإصدار والسعر والكمية²، وإنه في الواقع يؤدي أربع وظائف أساسية هي:
- تحمل المخاطر، ومصدر هذه المخاطر هو الفترة التي تمر بين قيام مصرفي الاستثمار بشراء الأوراق المالية من الشركة المصدرة وقيامه ببيع هذه الأوراق للمستثمرين، ففي هذه الفترة قد تحدث تغيرات في السوق.

¹ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص: 22.

² حليلة عطية، مرجع سابق ص: 11

أ- **توجيه النصح والمشورة:**¹ وذلك فيما يتعلق بحجم الاصدار ومدى ملائمة توقيته ووسائل التمويل الاكثر ملائمة وذلك لان بعض مصدري الأوراق المالية ليست عنجهم الخبرة أو الخبراء المتخصصون داخليا أو المعرفة بشروط السوق وظروفه ووضعها معا في إصدار الورقة المالية في حالات كهذه فإن بنوك الاستثمار يقومون بما يلي:

- **نوع الورقة المالية المعروضة:**

أخذ بنظر الاعتبار الهيكل المالي للمصدر أو ظروف سوق الأوراق المالية، إذ أن هذه الجهة قادرة على تقديم المشورة والنصح للمصدر لأي نوع من الأوراق المالية مكية أو دين يجب بيعها.

- **توقيت عرض الأوراق:**

أخذين بعين الاعتبار شروط أو ظروف السوق الحالية والمتوقعة فإن المعنيين بالاستثمار يقترحون فيما إذا كان من الافضل بيع الأوراق المالية حالا أو التأخير أملا في أسعار أفضل.

- **الصفات القانونية للإصدار:**

فمثلا إذا كان الدين المصدر قد تمت دراسته وأصبحت النية في اصداره فإن بنك الاستثمار يقدم المشورة حول الاكتتاب، معدل الكوبون، الاستحقاق، القابلية للتحويل، أسعار الاستدعاء.

- **سعر الورقة المالية:**

وعند الاخذ بعين الاعتبار الاقتراحات اعلاه عما سبق ذكره من نقاط فإن البنك الاستثمار يقترح السعر الذي تباع عنده هذه الورقة المالية، فالمصدرين للأوراق المالية قد يختارون استعمال خدمات النصيحة والمشورة دون غيرها من الاستثمارات، وبعض المصدرين للأوراق المالية عندهم الخبير المالي الداخلي لاتخاذ كل القرارات الضرورية فمثلا هنا كمنشآت كثيرة متعددة لا تستخدم بنوك الاستثمار عن خدمات المشورة.

ب- **القيام بالإجراءات التنفيذية:**

ويتمثل ذلك في إتمام جميع الإجراءات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية بما فيها الإجراءات القانونية ولعل أهم وأصعب ما في هذه العملية هو تحديد سعر مناسب للسهم والسند².

ج- **نشرة الاصدار:**

نشرة المعلومات تحتوي هذه الوثيقة على المعلومات التالية:³

- عدد الاسهم المرغوب اصدارها.

- بعض المعلومات المالية والمحاسبية والحسابات الختامية للشركة.

- معلومات عن الادارة.

- بيان مفصل عن المشاكل القضائية التي واجهتها في الماضي أو توجهها الان ان وجدت.

¹ لموشي راوية المرجع السابق، ص: 118.

² رشام كهينة، مرجع سابق ص: 23.

³ لموشي راوية، مرجع سابق، ص: 118-119.

د- التعهد،

حيث يتعهد بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد أدنى من كمية الأوراق المالية المقرر اصدارها وقد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الاصدار قيمة الكمية التي يتعهد بتصريفها، وفي حالات أخرى قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف قدر محدد منه وذلك مقابل عمولة وإذا تبقى جزء لم يتم تصريفه يؤدي الى الجهة صاحبة الاصدار¹.

هـ - هيئة الرقابة المالية:

بعد التوصل الى اتفاق بين الوسيط المالي والشركة يقوم البنك بإرسال وثيقة المعلومات الى هيئة الرقابة على الأوراق المالية، هذه الأخيرة تطلب فترة لدراسة الوثيقة، خلالها تجري الهيئة دراسة شاملة عن الادارة كما تقوم بالتأكد من أن جميع المعلومات الواردة ضمن التقرير².

و- الاكتتاب:

وذلك لبيع الأوراق المالية لجمهور المكتتبين أو لعملاء البنك الذين اعتادوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

وما تجدر الإشارة اليه أن قيام هذه المهام من خلال بنك الاستثمار في الواقع تكون في الدول ذات أسواق رأس المال الكبرى أما فيلا الاسواق الصغرى تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها نهمة الاصدار ويقتصر دورها على التعهد على بذل أقصى جهد ممكن دون التزامها بتصريف الاصدار كله أو جزء منه.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق أدوات الملكية:

إن بقاء المؤسسة واستمرار نشاطها يتوقف على وضع أهداف طويلة الآجل أو المدى وتخصيص الموارد الضرورية لتحقيقها، حيث تعتمد المؤسسة على الأسهم والسندات كأحدى الأدوات التي تستعملها في تغطية احتياجاتها وتحقيق الأهداف المسطرة.

أولاً: تعريف الأسهم وخصائصها

1- تعريف الأسهم:

تلجأ المؤسسة الى طرح أوراق مالية في شكل أسهم على مستوى البورصة، تلجأ من خلالها المؤسسة إلى الجمهور دون تدخل وسيط مالي، حيث يعتبر مالكي الأسهم مساهمين في رأس مال المؤسسة ويتحصلون على نسبة ثابتة أو صغيرة بحسب نوعية الأسهم العادية والممتازة³.

¹ لموشي رأوية، المرجع السابق، ص: 119.

² المرجع السابق، ص: 119.

³ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 39.

حيث يتم تعريف السهم على أنها حصة شائعة في موجودات الشركة، بأن يقسم رأس مالها إلى أجزاء متساوية تمثل حصص الشركاء، وكل جزء يسمى سهماً، لأغراض تنظيمية وإدارية.¹

حيث يعرف السهم على أنه حصة معينة في ملكية شركة ما، يحق لصاحبها المشاركة في الأرباح وإدارة المنشأة ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم المنشأة بتسديد التزاماتها اتجاه الآخرين.² تعتبر الأسهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموعة من الحصص سواء كانت الحصة عينية أو نقدية.³

2- خصائص الأسهم:

- يتميز السهم بعدة خصائص تميزه عن الأوراق المالية الأخرى، نذكر منها:⁴
- السهم هو أداة ملكية كاملة في رأس مال الشركة؛
- له الحق في إدارة الشركة وتصديق شؤونها من خلال الجمعية العامة؛
- يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة وهويتها بتغير النتيجة؛
- تبقى علاقة حامل السهم بالشركة القائمة إذا لم يتم تصفيته؛
- لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة باعتبار أن توزيع الأرباح على المساهمين لا يعتبر عبئاً على الشركة.

ثانياً: قيم الأسهم: للسهم عدة قيم تتمثل في:

- 1- **القيمة الحقيقية:** هي نصيب السهم من صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقاً للأسعار الجارية والمؤشرات الحالية، وهي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة لشركة ما والتي تعكس بشكل كفؤ وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجمهور وتعد هذه القيمة مؤشراً مقارناً لتحديد حركة التعاملات، فإن كان السعر السوقي لسهم عادي أكبر من القيمة الطبيعية له فإن السهم المعني قد قدر بأكبر من قيمته الحقيقية وبالتالي فإنه يباع أو لا ثم يشتري هذا السهم.⁵
- 2- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، ويمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية.⁶

¹ محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية (لعمل وفق أحكام الشريعة دراسة تطبيقية)، دار النفاس للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2009، ص54.

² بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص14.

³ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص54.

⁴ فتحة ابن بوسحاقي، مرجع سابق، ص

⁵ بن عيسى عبد القادر، مرجع سابق، ص16.

⁶ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص129.

3- **القيمة الدفترية:** تحدد القيمة الدفترية استنادا إلى السجلات المحاسبية للمنشأة، ويمكن حسابها بسهولة عن طريق قسمة حقوق المساهمين (حق الملكية) على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتتغير هذه القيمة باستمرارها لاعتمادها على ربحية المؤسسة عامة¹.

4- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يحددها التعامل في الأسهم في السوق الثانوي أو الأول ي فقد تكون أكثر من القيمة الإسمية أو أقل منها حسب نقطة توازن العرض والطلب، لذلك فهي تتميز بالتقلب حسب عدة عوامل².

5- **القيمة الصفية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين العاديين حيث لا يحصلون الا على جزء ضئيل من القيمة الإسمية لأسهمهم وقد لا يحصلون عليها أبدا³.

ثالثا: أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم إلى أنواع مختلفة على أسس مختلفة منها:

1- تقسيم الأسهم على أساس الشكل التي تظهر به:

يمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تتداول به كما يلي:

أ- **أسهم إسمية:** وهي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشمل ما يلي: الاسم، اللقب، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها، بالإضافة إلى بيان المدفوع من قيمة الأسهم، لأن كل مساهم مدين لكل ما اكتتب فيه⁴.

ب- **أسهم لحاملها:** تكون هذه الأسهم شبيهة بالنقود لات حمل إسم مالكةا وبذلك تكون الحيازة السهم كافية لامتلاكه وتنتقل الملكية من شخص إلى آخر بالمناولة، كما يكون لحاملي هذه الأسهم الحق في التصويت في الجمعيات العامة للشركة ولهم حق مناقشة تقرير مجلس الإدارة والميزانية وحساب الأرباح والخسائر⁵.

ج- **أسهم لأمر:** هي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكةا، مع التخصيص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تتداولها بطريق التظهير، وذلك بأن يكتب البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيتها للمشتري⁶.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 364.

² بن عزوز عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 28.

³ حسني علي خريوش، مرجع سابق، ص 57.

⁴ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 36.

⁵ بلجية سمية، مرجع سابق، ص 11-12.

⁶ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 51.

1- تقسم الأسهم على أساس الحصة المقدمة: وتصنف إلى:¹

- أ- **الأسهم النقدية:** هي أسهم تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة، إذ يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابل للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية
- ب- **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال وتصدر مقابله أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.
- ج- **الأسهم المختلطة:** وهي أسهم يتم الوفاء ببعض قيمتها عند الإكتتاب نقدا والآخر عينا.

1- تصنيف الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحب السهم:

تقسم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها أصحابها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة والتي تعد في نفس الوقت من أهم أدوات التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تسيير المشاريع الاستثمارية.

أ- الأسهم العادية:

- **تعريف الأسهم العادية:** على أنها عبارة عن أوراق مالية تحمل قيمة إسمية، وهي أبدية ليس لها تاريخ استحقاق، وتعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدر عن شركة ما بهدف الحصول على أموال الملكية، ويعطي لحاملها الحق في ملكية الشركة وما يتبع لذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وتبعيات المسؤولية وفقا لنسبة المساهمة في الشركة.²

وبالتالي تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة وسيلة من وسائل الرئيسة للتمويل طويل الأجل، فلحمة الأسهم العادية في ما تبقى من أرباح وفيما تبقى من أصول في حالة وهم الملاك الحقيقيون للمؤسسة وعملية إصدار هذه الأسهم لا يمكن اعتبارها عملية روتينية عادية، بل هي عملية خاصة قليلة الحدوث.³

- حقوق أصحاب الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تنص عليها التشريعات والقوانين الخاصة بقانون الشركات، إضافة إلى بعض الحقوق التي ترد إلى النظام الداخلي للشركة، وهذه الحقوق هي:⁴

* الحق في الإشراف في الإدارة: يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، كما يحق له الترشيح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على أي موضوع ضمن جمعيات حملة الأسهم؛

* يحق لمالك نصيب السهم نصيب من الأرباح الموزعة وهذا لا يحصل عليه إلا إذا تحقق ربحا واتخذ قرار بيعه بتوزيعه؛

¹ سليم جابو، مرجع سابق، ص 17.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 361.

³ زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة سونلغاز، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2008-2009، ص 44.

⁴ حسني علي خربوش، مرجع سابق، ص 60.

* **أولوية الشراء للأسهم الجديدة:** عندما تصدر الشركة أسهما جديدة لزيادة رأسمالها بغرض تحقيق اهداف تسعى الشركة اليها فإنه غالبا ما تكون أولوية الشراء لحملة الأسهم العادية القدامى، إن هذا الحق في الاكتتاب بالأسهم الجديدة يعطيهم فرصة المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الادارة، كما يحافظ على نصيبهم في الاحتياطات والأرباح المحتجزة في حالة بيع الاسهم الجديدة بسعر أقل من قيمتها الدفترية.

* **الحق في نقل الملكية:** وهذا يعني أن حامل السهم يستطيع التخلي عن سهمه بواسطة البيع أو التنازل عن طريق السوق المالي بدون أخذ موافقة الشركة أو باقي المساهمين؛

* **الحق في الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة،** وهذا بعد الوفاء بالتزاماتها نحو الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى، بعدها توزع نتائج التصفية على نحو الدائنين وأصحاب الأسهم العادية.

- مميزات التمويل بالأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة:

* تتمثل ايجابيات التمويل بالأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة في النقاط التالية:¹

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

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

* ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول عليها على الأموال الجديدة؛

* عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة؛

* دخول مساهمين جدد وتشنت الأصوات في الجمعية العمومية؛

* تعتبر الأسهم العادية حق من حقوق الملكية هي تمثل ضمانا للدائنين ومن وجهة نظر الدائنين كلما كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية متدنية كلما أعطى ضمانا أكثر وثقة أكبر للدائنين.²

- عيوب التمويل بالأسهم العادية: وإذا كان ما سبق يمثل المزايا، فإن مساوئ الأسهم العادية للمؤسسة

المصدرة تتمثل في بعض الانتقادات نذكر منها ما يلي:³

- إن توسيع قاعدة الساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدامى ، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحققة (الأرباح المحتجزة)، إن المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدماء، سواء التي تتحقق في السنة المالية الحالية أو المجموعة من الفترات السابقة؛

¹ فيصل محمود الشوأو ره، مرجع سابق، ص81.

² حسني علي خربوش، مرجع سابق، ص

³ زوأو ي فضيلة، مرجع سابق، ص 47.

* عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم، ذلك لأن قيمة الأرباح الموزعة سوف لا تضاف إلى مصاريف المؤسسة لأغراض الاحتساب الضريبي عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضرائب؛

* قد تكون تكاليف إصدار وبيع الأسهم العادية عادة أعلى من تكاليف إصدار وبيع السندات والأسهم ويرجع السبب إلى:

* إن تكاليف استقصاء وتقويم الاستثمار باستخدام الأسهم أعلى من تكاليف استقصاء الاستثمار عن طريق سندات القرض؛

* تتضمن الأسهم العادية مخاطر أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات والأسهم الممتازة بالإضافة إلى كلفة الإصدار الأسهم العادية أكبر منها السندات.

* يؤدي إصدار الأسهم العادية إلى ظهور مساهمين جدد وزيادة عدد من لهم الحق في الرقابة على المؤسسة وحق الانتخاب واتخاذ القرارات.¹

ب - السهم الممتاز:

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة، تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على عائد دوري، واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، مثل السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعاءها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة، وتشبه الأسهم الممتازة من حيث أنها سند ملكية له قيمة إسمية وقيمة سوقية يرتبط أجله بوجود واستمرار الشركة.²

- أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:³

- * **مجمعة الأرباح:** وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم؛
- * **مشاركة في الأرباح:** وتوفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم؛
- * **القابلية للتحويل:** تعطي لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الإسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية؛
- * **القابلية للاستدعاء:** تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية.

¹ Pierre vernimment , finance d'entreprise, Dalloz, paris2000, p485.

² حمداني زهرة، مرجع سابق، ص114.

³ فيصل محمود الشؤور ره، مرجع سابق، ص84-85.

– مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:

يمكن إجمال أهم أنواع المزايا التي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة على النحو التالي:¹

* حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حالة تحققها قبل حملة الأسهم العادية؛

* حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن 5% في حالة تحققها؛

* امتياز حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند تصفيتها؛

* امتياز حق في الاكتتاب للإصدارات الجديدة؛

* امتياز حق التصويت داخل مجلس الإدارة؛

* امتياز حق التحويل داخل مجلس الإدارة.

– عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

يشوب التعامل بالأسهم الممتازة عدة عيوب منها:²

* تتضمن درجة مخاطرة أكبر من السندات وهذه المخاطرة ترتبط بعدم الحصول على عائد للأسهم الممتازة في حال عدم تحقيق الوحدة الاقتصادية أرباح؛

* عدم تسديد قيمتها عند التصفية في حال عدم قدرة الوحدة الاقتصادية على ذلك، وبالذات عندما تعجز أصولها عن تسديد التزاماتها؛

* لا يحق لحملة الأسهم الممتازة الاشتراك في إدارة الوحدة الاقتصادية؛

– أن الأسهم الممتازة لا تسهم في تخفيض العبء الضريبي على الوحدة الاقتصادية بسبب أن الضريبة تفرض على الشركات قبل حصول حملة الأسهم الممتازة على العائد أي قبل توزيع الأرباح.

ج- أو جه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة: يمكن إيجاز أهم نقاط الاختلاف بين السهم العادي والممتاز فيما يلي:

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 53.

² خالد عبد الرحمن جمعة يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم – دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص 36..

الجدول 03: أوجه الاختلاف بين السهم العادي والسهم الممتاز

معيار المقارنة	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة هجينة بين الدين والملكية	أداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	مقسوم أرباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الأرباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للإطفاء أو الاستدعاء أو التحويل إلى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن أن تتراكم أرباح المسهم	لا يمكن أن تتراكم أرباح السهم
المشاركة في الإدارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة إلا إذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب في مجلس الادارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلف الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقا لقانون الشركات

مصدر: عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 37

المطلب الرابع: التمويل عن طريق السندات

يقصد بالتمويل عن طريق السندات لجوء المؤسسة أو الشركة إلى طرح سندات مباشرة للجمهور، ويعتبر ذلك إقراض لأن حامل السندات ليس مساهما في رأس المال وإنما يعتبر مقرضا لأن المؤسسة تتعهد برد قيمة السند (القيمة الاسمية) مضافا إليه فائدة ثابتة عند تاريخ الاستحقاق، وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع عندما تعاني من عجز مالي ولا ترغب في زيادة المساهمين إلا أن نجاح هذا النوع يعتمد على مدى إقبال المقرضين على اقتناء هذه السندات إضافة إلى تكاليف إصدارها، الأمر الذي يجعل هذا المصدر التمويلي متاحا بشكل أكبر للمؤسسات الكبرى والتي تأخذ شكل شركات الأسهم.

أو لا تعريف السندات وخصائصها:

1- تعريف السندات: تعدد التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي نفس المعنى، ومن هذه التعاريف:

السند: قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية¹.

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق - ص: 48.

تعتبر السندات أكثر أدوات الائتمان شيوعاً ، والسند هو شهادة تثبت ديناً على الجهة المصدرة للسند مقابل أن يحصل حامله السند على فائدة سنوية ثابتة. وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها شركات مساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال¹.

تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض "المصدر" بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين².

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

وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي:³

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة.
- **معدل الكوبون:** حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند.

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

- **الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛**

- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية

2- خصائص السندات: للسندات خصائص كثيرة نذكر منها:4

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

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

تتقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح،

¹ د.بن يمينة كمال، أ.عطية حليلة، مرجع سابق، ص:251

² رشيد بوكساني - مرجع سابق ص:61.

³ سميحة بن محياؤي، مرجع سابق ص:41

⁴ رشيد بوكساني - مرجع سابق ص: 64

- باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة بالإضافة إلى خصائص أخرى للسندات وهي :
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
 - كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر.
 - إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.

ثانياً: السمات المنفردة للسندات:

هناك سندات تكتسب خاصية منفردة عبر احتوائها على شروط اضافية في عقد الاتفاقية، لاسيما في سندات الشركات ومن أكثر هذه السمات شيوعاً:

1- سمة الاستدعاء:

تمنح السندات القابلة للاستدعاء حق للجهة المصدرة، يتمثل باستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء وخلال مدة محددة ضمن اتفاقية العقد، والدوافع الرئيسية من اصدار هذه السندات هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقع في المستقبل وبشكل يمنح الشركة خيار استبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع بسندات ذات كوبون منخفض، وتسمى هذه العملية باعادة تمويل السندات.¹

2- القابلية للتحويل:

في بعض الأحيان يمكن أن تتضمن اتفاقية السند بندا يستطيع حامل السند بمقتضاه أن يقوم بتحويل ما يملكه من مستندات أي أسيم عادية، وذلك طبقاً لمعدل تحويل يتم الاتفاق عليه مسبقاً، كما نجد أن قرار التحويل سوف يتوقف على مستويات أسعار الأسهم العادية التي التحويل إليها وأسعار السندات في سوق الأوراق المالية.²

3- سمة اعادة البيع:

بعض السندات التي تصدرها الشركات تتضمن حق لحامله بإعادة بيعه الى الجهة المصدرة بسعر محدد مسبقاً وفي الغالب البيع بالقيمة الاسمية للسند وضمن تواريخ مجدولة ومتعاقبة بفواصل زمنية، من خلالها يستطيع المستثمر من اختيار التاريخ المناسب لإعادة البيع.³

4- سمة الاطفاء:

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص254.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص42.

³ ارشد فؤاد التميمي، المرجع السابق ص: 258.

هذه السمة تعطي الحق للجهة المصدرة للسند باسترداد السندات التي تتضمن الاطفاء ، وفي الغالب بالقيمة الاسمية.

للسندات فترة اطفاء محددة إذ يتم اطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الاصدار ، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الاطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق¹.

ثالثاً: أنواع السندات

يمكن أن التمييز بين السندات وفقاً للمعايير التالية:

1- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة:

حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

أ - سندات عامة:²

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

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

- التحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة ، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة ، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.

ب - سندات خاصة:³

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

1- تقسيم السندات على أساس شكل الاصدار:⁴

تقسم السندات من زاوية الشكل الذي تصدر به الى:

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ص:209.

² سميحة بن محياؤي، مرجع سابق ص: 42.

³ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص62.

⁴ زياد رمضان - مروان شموط، الاسواق المالية، مرجع سابق، 108.

أ - سندات لحاملها:

يكون السند لحامله عندما يصدر خاليا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الاصدار وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد. وعند حلول موعد استحقاقه يكون لحامل السند ايضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

ب - سندات اسمية أو مسجلة:

ويكون السند اسميا أو مسجلا متى حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة. والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكرر مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الاصلي وفائدته، ولذا لا يصرف أي منهما الا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

4- أنواع السندات حسب طريقة السداد¹

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.

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

ب - سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها :

وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها.

1- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

أ - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

هي تلك السندات التي يمكن استبدالها أو تحويلها بعدد معين من الاسهم العادية تحدد عند الاصدار، تتضمن شروط الاصدار منح حق تحويل السندات الى أسهم عادية وهذا النوع من السندات لصالح المستثمر بهدف تحفيزه لشراء هذا النوع من السندات²، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.

ب - سندات ذات علاوة لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند³.

¹ سميحة بن محياؤ ي، مرجع سابق، ص: 42-43.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ص: 211.

³ سميحة بن محياؤ ي، مرجع سابق ص: 43.

6- أنواع السندات حسب معدل العائد:¹

وتنقسم السندات حسب معدل العائد الى ما يلي:

أ - **سندات ذات المعدل الثابت** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

ب - **سندات ذات المعدل المتغير:**

في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

7-أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:²

هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

أ- **سندات مضمونة :**

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

ب- **سندات غير مضمونة :**

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

ثالثا: تقويم السندات كمصدر من مصادر التمويل :

سنحاول من خلال هذا التقويم ذكر مزايا ومساوئ التمويل من خلال السندات كما يلي:

1- مزايا التمويل من خلال السندات³: ومن بينها نجد:

- الاستفادة من الرفع المالي شريطة أن تكون كلفة السندات اقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال الناجمة عن بيع السندات، أي أن يكون هناك فرق موجب بين العائد المحقق وبين الكلفة المدفوعة وهذا يؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم ، وبطبيعة الحال لن يفكر أصحاب المؤسسة في إصدار سندات إلا إذا كانت فوائد هذه السندات اقل من العائد الذي سوف يحققه استخدامها؛

* كما تحقق السندات ميزة تخفيف العبء الضريبي للمؤسسة كون أن الفوائد المدفوعة عليها تعتبر مصاريف يمكن تحميلها على قائمة الدخل للوصول إلى الدخل الخاضع للضريبة؛

¹ رشيد بوكساني، مرجع سابق ص: 62

² المرجع السابق ص 63

³ رشام كهينة مرجع سابق، ص: 43.

- * تتيح للمؤسسة استخدام أموال الغير دون لن يكون لهم الحق بالاشتراك في إدارتها.
- * توفر للمؤسسة المرونة فيها يتعلق بإدارة الهيكل المالي من خلال وضع بعض الشروط عند إصدار السندات تعطيها الحق في استدعاء السندات لإطفائها أو التخلص منها؛
- * تمنح المؤسسة فرصة تسيير خطر معدل الفائدة في السندات ذات الفائدة المتغيرة، نتيجة الاضطراب في معدل الفائدة ، والذي يمثل البعد الرئيسي لتسيير السياسة الانتقالية للمؤسسات سواء بتغيير هذا المعدل أو استدعاء السندات .
- * إن إصدار سندات لا يترتب عليه مشاركة حملة السندات لحملة الأسهم في الأرباح الفائضة¹ .
- * الاستقرار النسبي للقيمة السوقية تتميز السندات عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى باستقرار قيمتها مما يجعلها ورقة مالية أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمر الذي لا يرغب في المخاطرة، كما يسمح التقييم الائتماني للسندات للمستثمر بقياس مستوى المخاطرة.
- * توفير السيولة وسهولة التسوية يؤدي الاستثمار في السندات إلى توفير درجة عالية من السيولة في الاستثمارات من خلال صناع السوق، كما أن إجراء التسوية يتم بسهولة والتي يمكن أن تتولاها هيئات مختصة داخل السوق الثانوية².
- 2- مساوئ التمويل من خلال السندات:** رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات إلا أنها تتطوي على جملة من المخاطر ومن بينها نذكر:
- * أن تكلفة السندات ثابتة فإذا تذبذبت مكاسب المؤسسة فقد تصبح غير قادرة على دفع هذه التكلفة أو الفوائد؛
- * إن المخاطر العالية تؤدي لارتفاع معدلات الرسملة على حقوق الملكية وهكذا بالرغم من أن الرافعة المالية مفضلة وترفع من مكاسب السهم، إلا أن معدلات الرسملة المرتفعة الذي تسببه الرافعة قد تسبب انخفاض قيمة الأسهم العادية ؛
- * إن السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد ، وعلى المدير المالي للمؤسسة تكوين احتياطي لتسديدها في ميعادها؛
- * طالما أن السندات طويلة الأجل هي التزام بفترة طويلة، فإنها تتضمن مخاطرة، ويمكن أن تتغير المتوقعات والخطط التي صدرت فيها القروض، وإن القروض يمكن أن تصبح عبئا؛
- * قد يعطي عقد الاقتراض من خلال السندات الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة، ومن أمثلة هذه القيود حظر الحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ، ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبته؛

¹ زواوي فضيلة، مرجع سابق، ص 58.

² ، رشام كهينة مرجع سابق ص: 43

*مخاطر ناجمة عن تغير أسعار الفائدة في السوق تتغير أسعار الفائدة في السوق هبوطا وصعودا تحت تأثير قوى العرض والطلب عليها وعلى الأوراق المالية الأخرى فمعدلات التضخم السائدة ودرجة الانكماش والانتعاش أيضا تعتبر من العوامل المؤثرة على أسعار الفائدة، وتبرز مخاطر الاستثمار في السندات بسبب العلاقة العكسية المتواجدة بين أسعار السندات والعوامل سالفة الذكر - بتأثيرها على أسعار الفائدة - فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على أو راق مالية معينة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية التي بقيت أسعار الفائدة عليها ثابتة- منخفضة -بسبب انخفاض الطلب عليها¹.

3 -مقارنة بين الأسهم والسندات:²

- السندات كالأسهم من حيث خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة أو المؤسسة .وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه.
- السند يعطي مالكة حقا في فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت، أما السهم فمالكة يحصل على الأرباح إذا ربحت الشركة فقط.
- السند يمثل ديناً على الشركة ويعتبر مالكة دائناً للشركة، بينما السهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركة ويعتبر مالكة شريكاً؛
- السند لا يعطي مالكة حقا في التدخل في شؤون الهيئة العامة للمساهمين ولا في التصويت أو الاشتراك في الإدارة والرقابة وغير ذلك، كما يستحقه مالك السهم؛
- 4- عند تصفية الشركة يكون لمالك السند الأولوية في الحصول على قيمة السند، أما مالك السهم فليس له شيء إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون؛
- 5- تنقطع صلة صاحب السند بعد أن يتم الوفاء بقيمته للشركة، أما صاحب السهم الذي يستوفي قيمته من الأرباح فتبقى صلته بالشركة ويبقى له حق المساهمة في الربح والاشتراك في الجمعية العامة؛
- 6-يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية أي بخصم إصدار، بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.

¹ رشام كهينة مرجع سابق، ص: 44.

² صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 130-131.

خاتمة الفصل الأول:

تناولنا في هذا الفصل الإطار النظري لأسواق الأوراق المالية الذي اشتمل على أربعة مباحث رئيسية قدمت لنا فكرة واضحة وشاملة عن الدور التمويلي الذي تلعبه الأسواق المالية في تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية، حيث كانت لنا حوصلة عن أهم النقاط التي أوجزناها فيما يلي:

- توصلنا إلا أن الأسواق المالية تعتبر حلقة وصل وقناة رئيسية في تلبية مختلف الحاجيات الاستثمارية بين مختلف الوحدات الاقتصادية بشكل منظم يضمن تبادل مختلف الأدوات المالية تحت رقابة متخصصين ماليين وعن طريق وسائل اتصال حديثة

- تعبر كفاءة السوق عن الانعكاس الكامل للمعلومات على أسعار الورقة المالية بشكل دائم وسريع وغير متحيز حيث تتعامل بشكل واقعي مع السرعة والموضوعية في انعكاس المعلومات الجديدة والمناسبة في أسعار الأوراق المالية وعليه تكون السوق كفؤة اعتمادا على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة

- يقاس أداء أسواق الأوراق المالية بواسطة مجموعة من المؤشرات تساعدنا في التعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بالإضافة إلى مختلف التغيرات الحاصلة في أسعار والأوراق المالية ومحاولة التنبؤ بها .

- تبين لنا أن عملية اتخاذ القرار للاستثمار في أي أصل ما يستند إلى عدة معايير مختلفة ونماذج رياضية تقيس لنا بدقة ووضوح قيمة العوائد المترتبة عن الأصل والمخاطر التي ينطوي عليها من أجل اتخاذ القرار الجيد والسليم في عملية الاستثمار.

الفصل الثاني

السوق المالي العماني

كأداة فعالة في تمويل

الاستثمار

تمهيد:

من خلال المقارنة النظرية التي تم طرحها سابقا يمكن استنتاج الدور التي تلعبه الأسواق في تلبية الحاجيات الاستثمارية لمختلف الأعوان الاقتصاديين، وذلك باعتبارها مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي التي تعيشه أي دولة حيث أنها تعتبر امتدادا لانعكاسات وردود أفعال تطور المبادلات و مختلف الأنشطة المالية و الاستثمارية التي تمارسها الدولة، ويعتبر السوق الأردني كغيره من الأسواق التي شهدت نشاط مالي و اقتصادي ساهم و بشكل كبير في جذب رؤوس الأموال التي تحتاجها الدول في تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية من خلال عملية إصدار و تبادل مختلف الأوراق المالية التي تساعد و بشكل كبير في تسيير عملية التمويل بين مختلف الأعوان الاقتصاديين من جهة وتحقيق الأهداف المسطرة من أجل اللحاق بمركب الدول المتقدمة و مواكبة أهم و أحدث التطورات كل هذا يستلزم وجود سوق مالي دو كفاءة عالية يعمل على تلبية مختلف الاحتياجات الاستثمارية مما استدعى إلى إجراء دراسة تحليلية توضح لنا ما مدى قدرة السوق المالي الأردني في تمويل مختلف المشاريع خلال الفترة الممتدة من 2007-2016 وذلك من خلال عرض و تحليل معطيات المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية
- المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي العماني
- المبحث الثالث: تقسيمات سوق عمان و الأدوات المتداولة فيه
- المبحث الرابع: السوق المالي كأداة فعالة في تمويل الاستثمار

المبحث الأول: ماهية سوق عمان للأوراق المالية

تمثل أسواق الأوراق المالية عموماً والدول العربية خاصة وسيلة من وسائل تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية و التي تساهم بشكل كبير في تحقيق الأهداف المسطرة للدولة وذلك من خلال عملية جذب رؤوس الأموال من مختلف العملاء داخل السوق والتي تتم من خلال عملية إصدار وتداول مختلف الأوراق المالية ومن بين هذه الأسواق سوق عمان للأوراق المالية.

المطلب الأول: الخلفية التاريخية لسوق المالي الأردني

أولاً: نشأة و تطور سوق المال في الأردن

إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة، اتسم عملها بالعشوائية وسوء التنظيم، وقد اقترح المخططون والاقتصاديون بعد دراسات دقيقة إنشاء سوق عمان المالي، حيث عمل مسؤولو البنك المركزي الأردني على إعداد دراسات حول إنشاء هذا السوق، وقد أوضحت هذه الدراسات أن حجم الاقتصاد الوطني وإسهام القطاع الخاص فيه من خلال شركات المساهمة العامة يبرر إنشاء هذا السوق ليسهم في التطور الاقتصادي، وبناء على ذلك فقد أسس سوق عمان المالي بموجب القانون رقم 3 لسنة 1976 وتم افتتاحها رسمياً بتاريخ 1/4/1978 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصيتها الاعتبارية، واستقلالها المالي والإداري، وقد صدر قانون عمان المالي رقم 1 لسنة 1990 ثم تبعه عام 1997 قانون الأوراق المالية المؤقت رقم (23) ليوضح كافة الأمور والقضايا المتعلقة بالسوق و ليفصل بين الدورين الرقابي و التشريعي من ناحية و الجانب التنفيذي من ناحية أخرى، ونتج عن ذلك إنشاء ثلاث مؤسسات منفصلة.¹

ثانياً: مراحل تطور السوق المالي الأردني

مر سوق رأس المال في الأردن بمراحل امتدت منذ عقد الثلاثينيات، والذي شهد إنشاء بعض الشركات المساهمة العامة لحين إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية، لتطلع بدور السوق المنظمة للأوراق المالية، لذا يمكن إجمال تطور سوق عمان في الأردن في ثلاث حقبات زمنية كما يلي:²

- **الفترة من 1930-1960:** شهدت هذه المرحلة انشاء عدد من الشركات المساهمة العامة منها على سبيل المثال انشاء البنك العربي 1930 كأول شركة مساهمة ثم شركة التبغ الأردنية 1931 وشركة الكهرباء الأردنية 1938 ثم شركة مصانع الاسمنت الأردنية، على الرغم من الأحداث و اكتتاب الجمهور بأسهم هذه الشركات إلا أن الملاحظ في تلك المرحلة غياب قانون لتنظيم عمل الشركات و تداول اسهمها الأمر الذي

¹ لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، سوري، سلسلة العلوم الاقتصادية القانونية، المجلد 29، العدد 1 لسنة 2007، ص 171-188.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 133.

أدى إلى عشوائية التداول وظهور سوق غير منظمة تمثلت في إنشاء مكاتب غير متخصصة بتداول الأسهم، لذلك اتسمت هذه المرحلة بمحدودية الفرص الاستثمارية وضعف انتشارها.

- **الفترة من 1960 - 1976:** شهدت هذه المرحلة تطورا ملحوظا و ملموسا في الاقتصاد الأردني تجسدت في وضع الخطة الخمسية للبرنامج التنموي و للمدة 1962 - 1976 وملاح هذه اللحظة تضمنت قيام بعض المشاريع الحكومية بطرح سندات وإصدار قانون الشركات عام 1962 وقانون الدين العام عام 1966 الذي نظم عملية تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وسبق هذا الحدث الاقتصادي إصدار أول إسناد للقرض عام 1961، وفي عام 1961 تم إصدار اذونات الخزينة لسد العجز في الإنفاق الحكومي على برامج التنمية و الخطة الاقتصادية، كما شهدت المرحلة محاولات لتعبئة الادخارات المحلية والأجنبية وانتشار بعض الشركات المالية.

- **الفترة 1976 - 1990:** شهدت هذه المرحلة حدثا مهما تمثل بإصدار القانون المؤقت رقم 31 لسنة 1976 و القاضي بإنشاء ما يعرف في حينه بسوق عمان المالي الذي باشر أعماله في الأول من كانون الثاني من عام 1978 (ويعد شركات وصل إلى 66 شركة مساهمة) وبإشراف لجنة تشكلت بقرار من مجلس الوزراء مهمة اللجنة إدارة السوق وتنظيم إصدار الأوراق المالية وتداولها بما يضمن سلامة وسهولة و سرعة المتاجرة بأسهم الشركات المساهمة العاملة في الاقتصاد الأردني، هذا بجانب حماية صغار المستثمرين وضمان حقوقهم من الغش والتلاعب، وبعد عام 1980 شهدت البيئة الاستثمارية والمالية في الأردن جملة من أحداث أهمها:

- خلق السوق الموازية نتيجة ارتفاع عدد الأسهم المتداولة منذ عام 1985
- اندماج العديد من الشركات و في مختلف القطاعات بهدف زيادة حجمها و قوتها الاقتصادية
- التوسع في إصدار إسناد القرض للشركات العامة وتوسع البنك المركزي في إصدار سندات التنمية
- البدء بتداول اذونات الخزينة 1988

- **المرحلة ما بعد 1990:** نظرا لتوسع الاقتصاد الأردني وزيادة حجم التداول في سوق عمان المالي نتيجة لزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق و التي بلغت أكثر من 200 شركة، تبنت الحكومة الأردنية سياسة إصلاح شامل لسوق رأس المال لتعزيز نمو القطاع الخاص و تنويع قاعدة الاقتصاد الوطني، وسعيا إلى الارتقاء للمعايير الدولية في مجال تنظيم سوق الأوراق المالية، و أهم حدث ضمن سياسية الإصلاح هذه صدور قانون الشركات رقم 22 لسنة 1997 وقانون الأوراق المالية المؤقت رقم 23 لسنة 1997 والذي الغي بموجبه قانون سوق عمان المالي وتعديلاته، ثم تعديل هذا القانون بإصدار القانون رقم 76 لسنة 2002 الذي أحدث نقله نوعية في إعادة هيكلة و تنظيم سوق رأس المال و استكمال بنيته التحتية و تحقيقا للشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، إذ بموجب هذا التعديل انشاء ثلاث مؤسسات مالية لإدارة سوق رأس المال

وهي هيئة الأوراق المالية و بورصة عمان للأوراق لمالية، كما شهدت هذه المرحلة تشريعات تخص الإفصاح والشفافية والزام الشركات بهذه التشريعات لضمان حقوق المتعاملين في السوق، بجانب السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة وتوفير السيولة المناسبة للسوق، بجانب السماح للاستثمار الأجنبي غير المباشر بدخول بورصة عمان للأوراق المالية لضمان فاعلية البورصة و توفير السيولة المناسبة للسوق، أعدت هيئة الأوراق المالية التشريعات المناسبة لربط السوق بالأسواق الخليجية، لاسيما سوق أبو ظبي، لضمان الإدراج المزدوج للأوراق المالية و السماح للمستثمر الأردني بدخول هذه الأسواق بعد أن تم ادخال آلية التداول الإلكتروني في منتصف عام 2000 ونظرا للنشاط المتزايد لتداول الأوراق المالية في بورصة عمان تم تطبيق النسخة الجديدة من نظام التداول الإلكتروني في عام 2008 وذلك لزيادة القدرة الاستيعابية لنظام التداول الإلكتروني، كما شهدت هذه المرحلة اعداد مشروع تأسيس المركز الوطني الأردني، ليضم كل من بورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية، ومكاتب الوسطاء، وقاعة الجمهور، ومكاتب البنوك، بالإضافة إلى معهد متخصص للخدمات ذات الصلة بسوق رأس المال، هذا بالإضافة إلى تحديث البنية التقنية للبورصة وتطبيق التداول عبر الإنترنت واحتساب أرقام قياسية واستحداث أدوات مالية جديدة

ثالثاً: مؤسسات السوق المالي الأردني

قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 قام بإعادة هيكلة سوق رأس المال باستحداث ثلاث مؤسسات لإدارة السوق و هي على وفق الآتي:¹

1- هيئة الأوراق المالية: تهدف هذه الهيئة إلى مراقبة الأوراق المالية و مراقبة أعمال و نشاطات الجهات التي تخضع لرقابتها بالأوراق المالية والجهات التي تصدرها وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين، كما نجد أن هذه الهيئة تتمتع باستقلال مالي، مما يعزز من دورها المستقبلي الذي يمكنها من تحقيق أهدافها و ذلك من بكفاءة عالية، ونجد لهذه الهيئة مجلس مفوضين يتكون من 5 أعضاء، حيث يقوم هذا المجلس بإعداد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بالأوراق المالية والموافقة على الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة بالبورصة والمركز، كذلك منح التراخيص وتحديد العمولات التي تتقاضها شركات الخدمات المالية و أعضاء المركز، كذلك اعتماد المعايير المحاسبية والمعايير الواجب توفرها في مدققي الحسابات المؤهلين للتدقيق على الجهات الخاضعة لرقابتها.

تهدف الهيئة إلى توفير المناخ الملائم لتحقيق سلامة التعامل في الأوراق المالية، وتنظيم وتطوير ومراقبة سوق رأس المال في المملكة الأردنية، وحماية حملة الأوراق المالية.²

¹ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 138-139.

² سليم جابوا، مرجع سابق، ص 127.

وفي سبيل تحقيق الأهداف تتولى الهيئة القيام بالأعمال والوظائف الآتية:¹

- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال و نشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، والمتمثلة في بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية وشركات الخدمات المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية و الجهات المصدرة لها؛
- تنظيم عمليات البيع على المكشوف للأوراق المالية؛
- تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.

2- بورصة عمان: تتمتع بورصة عمان للأوراق المالية بشخصية اعتبارية و استقلالية مالية و إدارية، وهي مؤسسة لا تهدف إلى تحقيق الربح وتمثل الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامية لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية، وقد باشرت أعمالها بشكلها الجديد اعتباراً من 11/03/1999، حيث يتم تشكيل مجلس إدارة البورصة من خمسة أعضاء منتخبين وعضوين آخرين يتم تعيينها من قبل هيئة الأوراق المالية، ومن مهامها توفير المناخ المناسب لضمان قوى العرض و الطلب على الأوراق المالية المتداولة، وترسيخ أسس التداول، وتوفير وسائل الربط و الاتصال اللازمة للتداول، ومراقبة عملية التداول في السوق مع التنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات بما يضمن حماية المستثمرين وعدم التلاعب في التداول، وكذلك إعداد التقارير ونشر المعلومات عن نشاط البورصة.²

3- مركز إيداع الأوراق المالية: أما المؤسسة الثالثة التي نص عليها قانون الأوراق المالية على إنشائها فهي مركز ايداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام، وقد بدأ المركز بممارسة نشاطه في شهر أيار من عام 1999 كمؤسسة لا تهدف إلى تحقيق الربح، ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري كما يخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها، حيث يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية و ذلك عن طريق بناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع انظمة التشريعات و إجراءات تتسم بالعدالة و الأمان³ ، بموجب هذه المؤسسات الثلاث أصبحت السوق المالية قادرة و مؤهلة على استيعاب طلبات السوق المحلية، ومسايرة كافة التطورات في أسواق المال العالمية.⁴

¹ حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، 2002، ص122.

² سليم جابوا، مرجع سابق، ص128.

³ محمد مطر، فايزتيم، مرجع سابق، ص94.

⁴ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 128.

المطلب الثاني: التطور التاريخي لسوق عمان

أولاً: نشأة السوق المالي العماني:

يعد إنشاء بورصة عمان للأوراق المالية من الخطوات المهمة في الأردن، وذلك بهدف استغلال أفضل للموارد المتاحة من خلال توفير سوق ملائمة لتداول الأوراق المالية. حيث تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصروح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة. وفي 20 شباط 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان. وتدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة¹، وقد جاء إصدار قانون الأوراق المالية عام 1997 في الأردن بهدف إعادة هيكلة و تنظيم سوق رأس المال الأردني واستكمال البنية التحتية لسوق الأوراق المالية ليواكب الأسواق المالية الدولية ، ويكمن الطابع الأساسي في هذه الهيكلة الجديدة في فصل الدور الرقابي لسوق رأس المال عن الدور التنفيذي حيث كان سوق عمان المالي يقوم بهاذين الدورين معا²، وتتكون البورصة من ثلاثة قطاعات وهي: القطاع المالي، قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، ويتم الإفصاح عن أوضاع تلك القطاعات من مقدار القيمة السوقية لكل منها ومقدار حجم التداول أيضا لكل منها، بالإضافة إلى المؤشر العام للبورصة ومؤشر لكل قطاع³.

ثانياً: أهداف ومميزات السوق المالي العماني

1- أهداف السوق المالي:

- يعمل سوق المالي العماني إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:⁴
- * إتاحة الفرصة أمام المستثمرين على المشاركة في تنمية القطاع الخاص؛
- * تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية؛
- * توجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي؛

¹ <https://www.ase.com.jo/ar> تاريخ الإطلاع 2018/03/14، 10:15.

² عبد الناصر زيود، محمد أبو زيد، أثر الإنترنت في الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007، ص 85.

³ فاروق رفيق التهتموني، مقال حول: فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية" دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003-

2007" على الموقع: <https://kantakji.com/media/9084>

⁴ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، ط1، عمان، 2009، ص 75-76.

* رفع مستوى الدخل لشرائح المجتمع المختلفة؛

* تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بما يكفل سلامة عمليات التعامل سهولته وسرعته، مما يضمن مصلحة البلاد المالية وحماية صغار المدخرين؛

* تحسين مستويات المعيشة للأفراد بحشد الأموال للوحدات الإنتاجية الكبرى؛

* جمع الاحصائيات والمعلومات اللازمة لتحقيق الغايات المذكورة سابقا و نشرها.

و يتمثل الهدف الرئيسي لبورصة عمان هو توفير سوق يتسم بالعدالة و الكفاءة و الشفافية و تأمين بيئة قوية و آمنة لتفاعل قوى العرض و الطلب على الأوراق المالية المتداولة.¹

2- مميزات السوق المالي العماني:

من اهم المميزات التي يمتاز بها السوق المالي العماني نذكر:²

- تعمل القاعدة الكبيرة و المتنوعة في سوق عمان المالي سواء كان أفراد أو شركات أو مؤسسات استثمارية على دفع السوق باتجاه أحد أفضل الأسواق المالية في الوطن العربي ، و يوجد حاليا 28 شركة وساطة عامة تقوم بمهام شراء و بيع الأوراق المالية لصالحها أو لصالح عملائها مقابل عمولة محددة كما يوجد 17 شركة مساهمة خصوصية محدودة المسؤولية تعمل أيضا على بيع و شراء الأوراق المالية لصالحها و لصالح عملائها، أما الشركات الثلاث المتبقية فهي على شركات تضامن تقوم فقط بأعمال الوساطة لصالح عملائها؛

- وقاعدة المساهمين في سوق عمان المالي كبيرة و متنوعة، ويشكل الأفراد حوالي 50% من مجموع المساهمين في حين تشكل المؤسسات المختلفة النسبية المتبقية و أهم هذه المؤسسات الاستثمارية في الأردن والمشاركة في سوق عمان المالي وهي: الضمان الاجتماعي للمؤسسة الأردنية للاستثمار التي تتولى إدارة استثمارات الحكومة، البنوك، شركات التأمين، صناديق الادخار: ومجموعة من صناديق الادخار و الاستثمار للموظفين في المؤسسات و الشركات المختلفة.

- إن التعامل سوق عمان المالي مفتوح لغير الأردنيين، وقد شهد سوق عمان المالي طلبا متزايدا من المؤسسات المالية الدولية للاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق وذلك نظرا لارتفاع نسبة سوق عمان المالي مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى؛

- على الرغم من أن المستثمرين الأجانب يحق لهم التعامل بالأوراق المالية الأردنية إلا أن ملكيتهم لا يجب أن تتجاوز 49% من رأس المال المدفوع لأي شركة، كما لا يجوز للمستثمرين الأجانب تحويل الأموال والأرباح الرأسمالية إلى الخارج دون عوائق.

¹ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 125.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 177.

المطلب الثالث: نظرة مستقبلية حول السوق المالي العماني

تلعب الأسواق المالية دورا مميزا في توزيع القاعدة الإنتاجية وتهيئة المناخ الاستثماري للشركات الريادية والخلقة، ويقوم سوق عمان المالي ومن خلال أعضائه و الشركات المدرجة على تعزيز الدور بأفضل الطرق و أكثر فعالية و كما يسعى السوق على تحقيق الإجراءات التالية:¹

- **صناديق الاستثمار المشترك:** يبذل السوق جهودا في مخاطبة الجهات المختصة بهدف إصدار النظام الخاص بصناديق الاستثمار المشترك، و بهدف تعزيز سوق رأس المال في الأردن من خلال إدخال أدوات مالية جديدة للسوق ولاسيما احتياجات صغار المدخرين، وقد يشارك السوق اللجنة المختصة بدراسة مشروع ذلك النظام ويأمل أن تتم الموافقة على مشروع نظام بسرعة بما يمكن السوق من إدخال صناديق الاستثمار المشترك كأداة من أدوات استقطاب صغار المستثمرين.

- **مركز الإيداع و التمويل:** وهذا بهدف تطوير أنظمة التسوية والتقص المعمول بها حاليا في السوق، ويسعى السوق لإنشاء مركز الإيداع و التمويل، ويضم أقسام المساهمين لجميع الشركات المساهمة العامة، و يمكن أن يكون من ضمن أعماله حفظ سجلات المساهمين وشهادات الملكية و توزيع شبكات الأرباح و غيرها بما يضمن السرية التامة و الحماية اللازمة للمساهم بالإضافة في الإسراع في إنجاز المعاملات، و في هذا المجال أجرى السوق اتصالا مع مؤسسة التمويل الدولية لدراسة موضوع إنشاء هذا المركز، و يسعى في نفس الوقت للاطلاع على تجارب البورصات العربية التي يدلها مثل هذا المركز بهدف الاستفادة من تجاربها في هذا المجال، وسيكون في القريب العاجل وضع الإجراءات النهائية الطبيعية وهيكل المركز المنوي انشاؤه وعرضه على الشركات المساهمة و الاستفادة منها تمهيدا لإنشائه.

- **مكنة أعمال السوق:** انتهى السوق من استكمال مرحلتين (الأولى - الثانية) من مشروع مكنة أعماله حيث تم الحصول على منحة من الحكومة الفرنسية لإنجاز هذا المشروع وتم إرسال خبر من بورصة باريس إلى بورصة عمان لتكوين الكوادر والعمل و التدريب لهذا النظام و من المتوقع أن يجري العمل بالأنظمة البرمجية والأنظمة اليدوية بشكل متواز في البداية حتى يتسنى التأقلم مع أنظمة الكمبيوتر، وسيتم إلغاء الاعتماد على الأنظمة اليدوية و اعتماد أنظمة الكمبيوتر بشكل نهائي، ويقوم السوق حاليا بدراسة مكنة عمليات التداول بالأوراق المالية وادخال التقنيات الحديثة في هذا المجال على غرار ما هو معمول به من إصدارات أسواق الأوراق المالية العالمية.

- **إنشاء مبنى دائم للسوق:** كان السوق الأردني للأوراق المالية يسعى دائما إلى إنشاء مبنى دائم ومتكامل خاص به لمواكبة التطورات الدولية في مجال أسواق المال، وبما يمكنه من مواجهة الطلب المتزايد على الاستثمار المتوقع خلال السنوات المقبلة.

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 92-93.

كما أقامت بورصة عمان خلال العام 2015 بإقرار خطة استراتيجية للأعوام (2016-2018). وتضمنت الخطة عدد من الاهداف الاستراتيجية والمبادرات والمشاريع التي تتسجم مع أهداف البورصة، وذلك للمحافظة على الإنجازات التي تحققت لغاية الآن وتطوير العمل في البورصة من كافة النواحي وتحقيق رسالة ورؤية البورصة. وتشمل هذه الخطة على عدد كبير من المشاريع أهمها:¹

- تطبيق نظام تداول الكتروني جديد؛
- تطبيق نظام للرقابة على تداول الاوراق المالية؛
- تطبيق نظامي افصاحي الكتروني للشركات المدرجة وشركات الوساطة باستخدام XBRL ؛
- عمل لقاءات تعريفية لحث الشركات على إصدار أوراق مالية جديدة مثل الصكوك والسندات؛
- حث الشركات العائلية على التحول لشركات مساهمة عامة والادراج في السوق؛
- احتساب مؤشر جديد لبورصة عمان بالتعاون مع مؤسسة دولية متخصصة؛
- العمل على رفع تصنيف بورصة عمان لسوق ناشئ؛
- تطوير تطبيقات عامة لبورصة عمان على الاجهزة الذكية؛
- القيام بحملات لتوعية المجتمع المحلي والتعريف بسوق راس المال والفرص الاستثمارية المتاحة؛
- القيام بعمل عروض ترويجية للشركات الاردنية؛
- تعزيز التعاون مع البورصات المناظرة.

¹ <https://www.ase.com.jo/ar> تاريخ الاطلاع 2018/03/14، 12:15.

المبحث الثاني: الهيكل التنظيمي للسوق المالي العماني

تأسست بورصة عمان بواسطة قوانين و تشريعات نصت على قيامها كسوق مستقل خاص لبيع و شراء الأوراق المالية وفق أحكام القانون الأردني، وللوسطاء دور جد بالغ في توجيه المستثمرين وإدارة مشاريعهم.

المطلب الأول: الإطار المنظم للبورصة

أولاً: الهيئة العامة:

تتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب للبورصة ورسوم الاشتراك السنوية فيها، ويكون لكل عضو صوت واحد في اجتماعات الهيئة العامة¹، تجتمع الهيئة العامة اجتماعاً عادياً في كل سنة على أن لا يتجاوز نهاية شهر آذار².

تجتمع الهيئة العامة اجتماعاً غير عادي عند الحاجة للنظر في أمور معينة بدعوة من مجلس الإدارة أو بناءً على طلب خطي موقع من أكثرية أعضائها، وتكون صلاحيات الهيئة العامة في اجتماعاتها النظر في الأمور المتعلقة بالبورصة ومناقشتها واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها، ونوجزها في ما يلي³:

- مناقشة تقرير مجلس الإدارة عن أعمال البورصة وخططها المستقبلية؛
- الاستماع إلى تقرير مدقق حسابات البورصة عن ميزانيتها وحساباتها الختامية و أوضاعها المالية.
- مناقشة الميزانية وحسابات الإيرادات والمصاريف والتدفقات النقدية للسنة المالية المنتهية والموافقة عليها؛
- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقاً لأحكام هذا النظام؛
- أي موضوع آخر أدرجه مجلس الإدارة في جدول أعمال الاجتماع؛
- أي أمور أخرى يقترحها أحد الأعضاء وتقر بأغلبية الأعضاء الحاضرين في الاجتماع.
- و يمثل العضو في اجتماعات الهيئة شخص طبيعي و يشترط أن يكون⁴:
- رئيس أو أي من أعضاء مجلس الإدارة أو المدير العام أو أحد المدراء التنفيذيين أو مدير مكتب الوساطة إذا كان العضو شركة مساهمة عامة أو شركة مساهمة خاصة؛
- رئيس أو أي من أعضاء هيئة المديرين أو المدير العام أو مدير مكتب الوساطة في الشركات الأخرى.

ثانياً: مجلس الإدارة

يتولى إدارة البورصة مجلس إدارة مؤلف من سبعة أشخاص، أربعة أعضاء يمثلون الوسطاء، ثلاثة أعضاء من القطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم المجلس، عضو مجلس الإدارة المنتخب ، ويعتبر فاقداً لعضويته إذا لم يقم بتسمية ممثله خلال هذه الفترة، تكون مدة مجلس الإدارة

¹ المادة 13 من النظام الداخلي لبورصة عمان .

² المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

³ المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁴ المادة 15 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

- ثلاث سنوات، ولا يجوز انتخاب أو تعيين أي من أعضائه لأكثر من دورتين متتاليتين، ينتخب مجلس الإدارة في أول جلسة يعقدها رئيساً له ونائباً للرئيس من بين الأعضاء المعيّنين من قبل المجلس.¹
- يمثل العضو في مجلس الإدارة شخص طبيعي تتوفر فيه الشروط التالية:²
 - يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة؛
 - أن يكون قد أتم الثلاثين من عمره؛
 - أن يكون حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى كحد أدنى؛
 - أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف أو الثقة وأن لا تكون خدمته في أي وظيفة أو عمل قد انتهت أو انقطعت صلته بأي منها لأسباب ماسة بالشرف أو الثقة، وللمجلس القيام بالإجراءات التي يراها مناسبة للتثبت من توافر هذا الشرط ويعتبر قراره بهذا الخصوص قطعياً .
 - يفتح باب الترشيح لعضوية مجلس الإدارة قبل خمسة عشر يوماً من تاريخ اجتماع الهيئة العامة المحدد للانتخابات ويغلق قبل أسبوع من ذلك التاريخ³، يكون رئيس مجلس الإدارة الممثل الرسمي للبورصة لدى جميع الجهات وله أن يفوض أيّاً من صلاحياته إلى نائبه أو أحد أعضاء المجلس.⁴

ثالثاً: المدير التنفيذي

- 1- يتم اختيار المدير التنفيذي من بين الأشخاص ذوي الكفاءة والخبرة في المجالات الاقتصادية والمالية على أن تتوفر فيه الشروط التالية:⁵
- أن يكون أردني الجنسية؛
- أن يكون متمتعاً بالأهلية الكاملة؛
- أن يكون لديه خبرة لا تقل عن خمس عشرة سنة في المجالات المالية والاقتصادية ؛
- أن يكون حاصلاً على الشهادة الجامعية الأولى حداً أدنى؛
- أن لا يكون قد صدر بحقه حكم بجناية أو جنحة مخلة بالشرف أو الثقة أو بعقوبة تأديبية لأسباب تمس الشرف أو الثقة.
- يتولى المدير التنفيذي جميع الشؤون الإدارية والمالية والفنية للبورصة ، ويكون مسؤولاً أمام مجلس الإدارة عن ذلك ، بما في ذلك ما يلي:⁶
- متابعة تنفيذ أحكام القانون و الأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه، والأنظمة الداخلية للبورصة؛

¹ المادة 17 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

² المادة 18 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

³ المادة 19 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

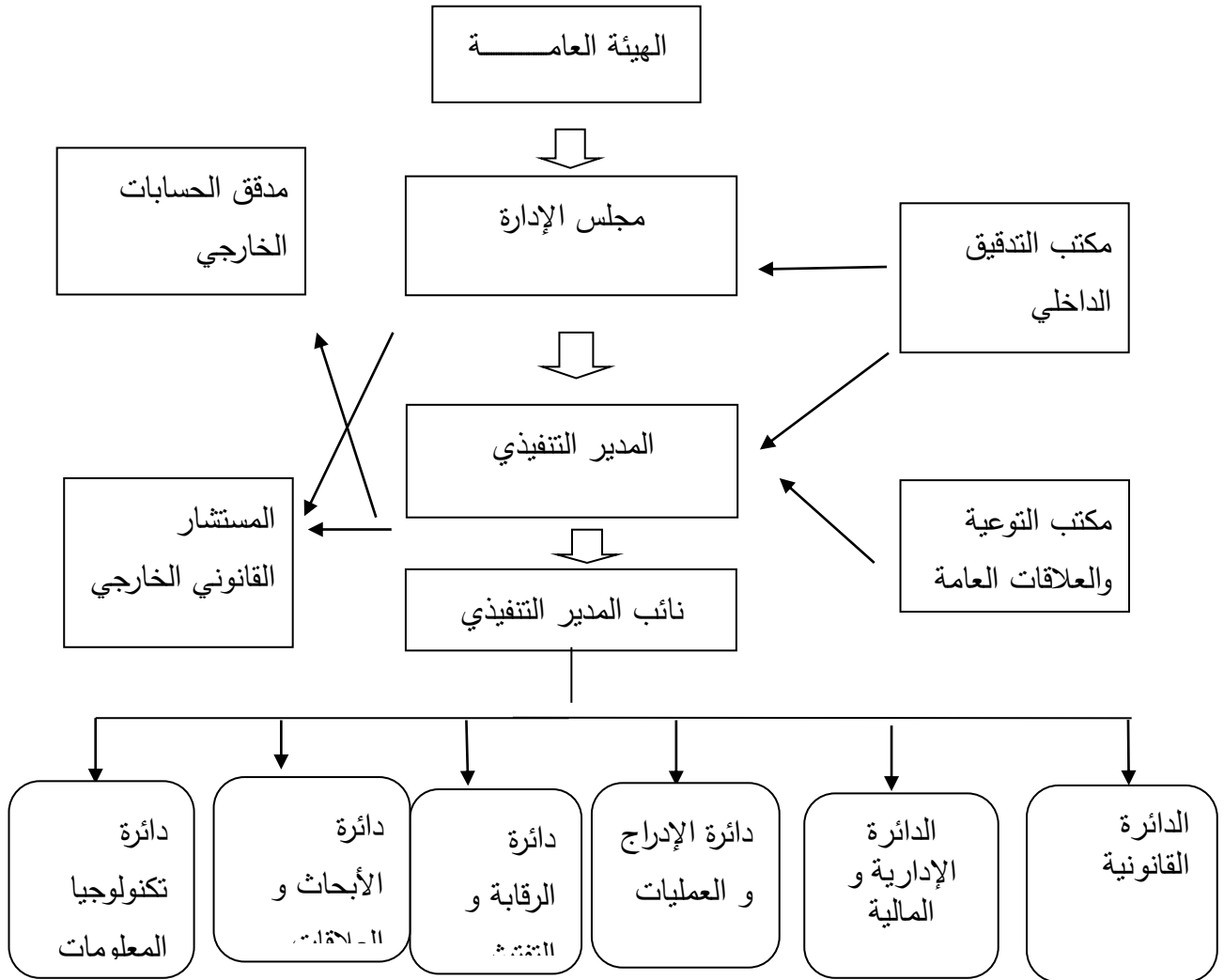
⁴ المادة 20 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁵ المادة 26 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

⁶ المادة 26 من النظام الداخلي ل بورصة عمان.

- تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الإدارة ؛
- التوقيع على كافة الوثائق والمراسلات لتسيير أعمال البورصة؛
- تعيين الموظفين في البورصة وفقاً لأحكام نظام موظفي البورصة؛
- متابعة حسن سير الأعمال في البورصة وحسن أداء موظفيها وجهازها الإداري؛
- تحضير مشروع موازنة البورصة وتقديمه إلى مجلس الإدارة قبل الثلاثين من شهر تشرين الثاني من كل سنة
- تقديم الحسابات ربع السنوية إلى مجلس الإدارة ؛
- تقديم الميزانية والحسابات الختامية للسنة المالية إلى مجلس الإدارة قبل نهاية شهر شباط من العام اللاحقة ؛
- تزويد الهيئة بنسخ من قرارات الهيئة العامة ومجلس الإدارة. يمكن توضيحه في الشكل التالي:

الشكل 02: مخطط يوضح الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المطلب الثاني: المتعاملون وآليات التداول في السوق المالي

أولاً: المتعاملون في السوق المالي العماني:

يمكن التركيز على بعض الجهات المتعاملة في السوق المالي وفق ما ينص عليه القانون حيث ركز القانون والأنظمة والتشريعات الحكومية على بعض الأعضاء لهذا السوق، ومن بينهم:¹

- البنوك التجارية المحلية؛

- البنوك المرخصة؛

- مؤسسات الاقراض الزراعي المتخصصة؛

- كل الشركات المساهمة العامة الأردنية التي يبلغ رأس مالها المدفوع مائة ألف دينار وأكثر؛

- جميع الشركات المساهمة العامة غير العضو في السوق، وعليها أن تقوم بتسجيل عمليات بيع و شراء أسهمها في السوق؛

- إضافة إلى الشركات الاستثمارية وهي الشركات المساهمة العامة التي تقوم بعمليات الاستثمار في الأوراق المالية بما يزيد عن 50% من موجودات الشركة.²

حيث تقوم هذه الشركات بتوضيح أسعار التعامل للجنة لتسجيلها في سجل خاص ولا يجوز للجنة أن تسجل أو تعلن المعلومات الواردة في هذا السجل الخاص إلا من الناحية الإحصائية والإجمالية، حيث إذا تم التعاقد على بيع و شراء أوراق مالية مسجلة و مقبولة خارج حدود المملكة فلا يعتبر هذا التعامل نافذاً إلا إذا اقترن بتسجيل التعامل في السوق خلال مدة أقصاها ثلاثة أشهر من تاريخ التعاقد.³

ثانياً: دور الوسطاء في السوق المالي العماني

يتم داخل القانون الخاص بالوسطاء تحديد عدد الوسطاء وصفة الوسيط ونوع العمل الذي يقوم به الوسيط بقرار من اللجنة داخل السوق عمان المالي

حيث يعرف الوسيط على أنه حلقة الوصل ما بين المشتري والبائع مقابل عمولة محددة سلفاً و هناك شروط ينبغي توفرها في الوسيط أو السمسار⁴، إذ يقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن تكون مرخصاً بموجب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها، وقدتضم فئة الوسطاء في سوق عمان ثلاث مجموعات متمثلة في السماسرة و صانعي السوق ومتعهدي تغطية الإصدارات المالية.⁵

¹ سليم جابوا، مرجع سابق، ص132.

² عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 126.

³ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 77.

⁴ فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 168.

⁵ سليم جابوا، مرجع سابق، ص132.

1- مهام الوسيط في السوق المالي العماني:

- وقد حددت المادة 08 من القانون رقم 11 لسنة 1990 مهام الوسيط حسب فئاتهم على النحو التالي:¹
- إذا كان الوسيط وسيطا بالعمولة فتتحدد مهمته في بيع وشراء الأوراق المالية لصالح العميل، وبناء على أوامر محدودة منه، وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق؛
- إذا كان الوسيط وسيطا يبيع و يشتري لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص، فإنه في هذه الحالة يقوم بدور صانع السوق؛
- يمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطى لإصدارات الأوراق المالية الجديدة، وبذلك يشكل حلقة وصل بين مصدري الأوراق المالية الجديدة كالأسهم والسندات، وبين المستثمرين الراغبين في التعامل بهذه الأوراق، وذلك مقابل عمولة تحدد في اتفاقية التغطية و التي تكون لضمان التسويق الكامل للإصدار.

2- شروط قبول الوسيط وواجباته :

حددت المادة 9 من قانون سوق عمان المالي رقم 11 لسنة 1990 مجموعة من الشروط الواجب توافرها في الوسيط سواء كان شخص طبيعي أو معنوي.

أ- الشخص الطبيعي:

و يشترط في الشخص الطبيعي م ايلي:²

- أن يكون أردني الجنسية؛
- أن لا يقل عمره عن 30 سنة؛
- أن لا يقل رأسماله عن عشرة آلاف دينار جزائري؛
- كما لا يكون قد أعلن إفلاسه؛
- لا يكون قد حكم عليه بجنحة أو جنائية.

ب- الشخص المعنوي:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:³

- شركة أردنية؛
- أن لا يكون مديرها أو شركاء بها من الجنسية الأردنية؛
- أن يجيد الشركاء بإدارة الشركة بالقراءة و الكتابة باللغة العربية؛
- لا يقل رأس مال الشركة عن (10000) دينار؛

¹ حسين بن هاني، مرجع سابق، ص 129.

² سليم جابوا، مرجع سابق، ص 130.

³ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 188.

- تقديم ضمانات مالية لأمر اللجنة لا تقل عن (10000) دينار.

3- واجبات الوسطاء:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:¹

- الامتناع عن المس بسمعة أي وسيط آخر أو الإنقاص من مكانته المهنية؛
- تقوم العلاقة بين الوسطاء على قواعد التعاون والمنافسة الشريفة؛
- على الوسيط الذي يعتقد أن سلوك أحد الوسطاء الآخرين لا يتفق مع أحكام النظام أن يعلم المدير العام بذلك،

- يجب أن يقوم بإعلام السوق قبل الإعلان عن نفسه بأي وسيلة من وسائل الإعلام؛

- لا يجوز شراء الأوراق المالية المتنازع عليها؛

- الالتزام بالانتساب إلى جمعية الوسطاء التي ينشئها السوق؛

- الالتزام بالاشتراك في عضوية صندوق التأمين الذي ينشأ في السوق.

و تجدر الإشارة إلى أن العضو تسقط عضويته في السوق في حالة:²

- إذا فقد أحد الشروط اللازمة لعضوية السوق؛

- إذا تقرر إسقاط العضوية عنه من قبل اللجنة أو إدارة السوق.

و تسقط صفة الوساطة عن الوسيط في السوق في حالة:³

- إذا فقد أحد الشروط اللازمة لممارسة عمل الوسيط في السوق؛

- إذا تقرر إسقاط صفة الوسيط عنه وفق القانون.

ثالثاً: أليات التداول في السوق المالي العماني

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة عمان بواسطة التداول الإلكتروني منذ الربع الأول من عام 2000، وتطبيق نظام التداول الإلكتروني يعتبر نقلة نوعية لمواكبة التطورات التي تعرفها بورصات العالم، حيث وضعت بورصة عمان جدولاً زمنياً منذ مطلع عام 2000، يتضمن تدريب الوسطاء و إجراء العديد من جلسات التداول التجريبية، واختبارات نظرية وعملية الوسطاء الذين سيتعاملون مع النظام، وعملت البورصة على نقل شركات من التداول اليدوي إلى النظام الإلكتروني بشكل تدريجي طبقاً لما تقدم اقتضت الضرورة عرض المزايا المتحققة من استخدام التداول الإلكتروني و كيفية معالجة أوامر التداول وتسويتها باستخدام هذا النظام.

1- مزايا استخدام النظام الإلكتروني:

- يقدم نظام التداول الإلكتروني العديد من المزايا للبورصة والمستثمرين والمتعاملين والوسطاء وفق الآتي:¹

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 79-80.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 189.

³ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 80 .

- رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية؛
 - مرونة عالية في تنفيذ الصفقات بعدالة وشفافية وأمان؛
 - سهولة التعرف على العمليات المنفذة وغير المنفذة؛
 - إمكانية تحليل أوضاع الشركات المتداولة أسهمها بشكل آني؛
 - تفعيل عملية الرقابة على عمليات التداول؛
 - إمكانية نشر المعلومات بشكل فوري، مما يساعد على زيادة عمق وسيولة السوق.
- وبهدف تفعيل هذا المزاي، اتخذت البورصة كافة الإجراءات اللازمة لنقل التداول الإلكتروني إلى التداول عن بعد من خلال مكاتب الوساطة المالية المرخصة من قبل البورصة، وبدأ العمل في عام 2000، و اعتمدت البورصة آلية التداول عن بعد تدريجي، إذ كانت البداية مع ستة مكاتب وساطة، إلا أن تتم نقل كافة شركات الوساطة في نهاية 2000م، حيث لا تستخدم قاعة التداول الإلكتروني إلا في حالة عدم تمكن شركة الوساطة من الاتصال بنظام التداول الإلكتروني وقد تم ربط شركات الوساطة داخل مدينة عمان بنظام التداول الإلكتروني بواسطة خطوط مؤجرة، والمكاتب الموجودة في مجمع بنك الإسكان بواسطة الألياف الضوئية وبذلك أصبح بإمكان الوسطاء المرخصين المتاجرة بالأوراق المالية دون الحاجة إلى تواجدهم داخل قاعة التداول الإلكتروني، تتلخص استخداماتها في حالة العطل الفنية التي قد تواجه الوسطاء².

2- معالجة أوامر التداول في النظام:

- يتم إدخال أوامر التداول (البيع و الشراء) من قبل الوسيط على نظام التداول، إذ يتعرف النظام على الوسيط من خلال شاشته التي يتم تعريفها من قبل دائرة الكمبيوتر في البورصة، بحيث يعطي لكل وسيط ولكل شاشة رقما للتعرف على مصدر الأمر المدخل للنظام، وتنقسم أوامر التداول إلى نوعين:³
- أوامر من حيث السعر: و تشمل أمر السعر المفتوح، والذي يدخل فقط في مرحلة ما قبل الافتتاح، وأمر سعر السوق، والذي يدخل في مرحلة التداول المستمر، إضافة إلى الأوامر المحدد للسعر والتي قد لا يتم تنفيذها نتيجة لعدم توافق سعر السوق؛
 - أمر من حيث مدة الصلاحية: وتشمل لأمر ليوم واحد، والذي يتم إزالته من النظام عند نهاية الجلسة، إضافة إلى الأمر لتاريخ محدد، وأوامر أخرى صالحة لغاية إزالتها، وأوامر مفتوحة لوقت التنفيذ، إذ تبقى على النظام لآخر يوم بالشهر، ثم يتم شطبها بعد ذلك من قبل النظام.

3- نظام التقاص و التسوية الإلكتروني:

يعتمد مركز إيداع الأوراق المالية النظام الإلكتروني لتسجيل ونقل ملكية الأوراق المالية لتعزيز الشفافية و الفاعلية لنظام التداول الإلكتروني، وإنشاء بيئة آمنة للمستثمرين في البورصة، وقد قام المركز بنقل ملكية

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار الميسرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2004، ص163.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 172.

³ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 131-132.

أسهم 12 شركة أردنية عبر نظام أكويتز المتطور للتقاص والتسوية، وهذه الشركات هي الأكثر نشاطا في البورصة و تشكل حوالي 60% من حجم التداول في بورصة عمان، ومع تطبيق هذا النظام يكون سوق رأس المال الأردني قد دخل مرحلة مهمة تهدف إلى تطبيق معايير دولية خاصة بالأنظمة الإلكترونية المتطورة لضمان توثيق ملكية الأوراق المالية وزيادة سيولتها، فضلا عن الأثر الإيجابي على أداء مؤسسات سوق رأس المال و الوسطاء الماليين، من خلال جذب المزيد من الاستثمارات التي تساهم في نمو السوق و توسيعه¹، و تجدر الإشارة إلى نظام أكويتز يعد أحد أنظمة التقاص و التسوية المتطورة في العالم، ويستخدم في كثير من البورصات مثل: هولندا، بوخارست، شيكاغو، لعقود الخيارات وبورصة كندا، و بوسطن، أما على الصعيد العربي فإن بورصة كل من قطر وأبوظبي، دبي، البحرين، والسعودية، على سبيل المثال لا الحصر، تستخدم هذا النظام لأغراض التقاص والتسوية².

و من أجل نقل المعلومات التي تحدث داخل البورصة بشكل مباشر، قامت بورصة عمان بتطبيق أعلى درجات التكنولوجيا و النسب و المؤشرات المالية الخاصة بعمل البورصة، فضلا عن تطبيق المعايير الدولية المعمول بها للوصول إلى أعلى درجات الإفصاح من خلال بث معلومات التداول اليومي بشكل حي ومباشر إلكترونيا، ويتضمن معلومات شاملة عن البورصة والمؤشرات و أسعار الأسهم وعملية التداول من خلال شريط متحرك على موقعها على شبكة الإنترنت، وكذلك من خلال شاشة التلفزيون الأردني، إضافة إلى ربطها مع وكالة الأنباء العالمية و مع شبكة المعلومات لتوفير المعلومات عن جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة للعمل في البورصة لكافة المستثمرين على المستويين المحلي و الدولي، الأمر الذي ساهم في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية و توفير الشفافية و الأمان للمتعاملين و للمستثمرين في البورصة³.

المطلب الثالث: استراتيجيات تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية الأردنية:

عملت السلطات المالية و النقدية الحكومية بالتعاون مع إدارة سوق عمان للأوراق المالية وهيئة الأوراق المالية على وضع تنفيذ مجموعة من المهام والاستراتيجيات بقصد جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتشجيع الاستثمار في بورصة عمان أهمها:⁴

- فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي وإنشاء مؤسسات متخصصة في سوق رأس المال الوطني؛

- تعزيز الإفصاح والشفافية في السوق وتزويد المستثمرين بالمعلومات ومتابعة تطبيق المعايير الدولية في سوق رأس المال؛

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص165.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 173.

³ سليم جابوا، مرجع سابق، ص 132.

⁴ حسين علي قبلان، دور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2012، 185-

- عملت الهيئة على تعزيز الافصاح عن المعلومات الضرورية للمستثمرين في السوق من خلال تطبيق: إجراءات تمثلت في اصدار تعليمات خاصة تحدد المعلومات المطلوب الافصاح عنها بشكل دوري ومستمر، والتقارير الواجب اعدادها وتزويد الهيئة بها و توقيت ذلك، كما حددت التعليمات الأشخاص الذي يتوجب عليهم الافصاح عن ما يملكون هم واقرباؤهم من أوراق مالية بهدف الحد من أي استغلال للمعلومات الداخلية، و ألزمت التعليمات مصدري الأوراق المالية تطبيق معايير المحاسبة و التدقيق الدولية عند اعدادهم للبيانات و التقارير الصادرة عنهم، وقامت الهيئة بحملة توعية وتنقيف للشركات المساهمة العامة بهذه التعليمات و متطلباتها و اتخذت الإجراءات اللازمة بحق المخالفين بشكل دوري ومستمر، والتقارير الواجب اعدادها و تزويد الهيئة وتزويد الهيئة بها وتوقيت ذلك؛

- **الارتقاء بمستوى الخدمات المالية و ترخيص خدمات جديدة للمستثمرين:** حيث أصدرت الهيئة تعليمات خاصة تنظم تقديم الخدمات المالية ومن أهمها أعمال الوسيط المالي و الوسيط لحسابه، أمين الاستثمار ومدير الاستثمار والمستشار المالي و مدير الاصدار و المحافظ الأمين، وقد وضعت هذه التعليمات شروطا و قواعد محددة لترخيص شركات الخدمات المالية للعمل في سوق رأس المال، ترخيص الأشخاص الطبيعيين الذين يعملون في هذه الشركات حتى يتم تقديم الخدمة المالية للمستثمرين ضمن مستوى عال من الكفاءة العلمية و المهنية؛

- **وضع الاطار التشريعي و التنظيمي لإنشاء صناديق الاستثمار المشترك:** فتم إصدار تعليمات الاستثمار المشترك تنظم هذه الصناديق و إصدار الأوراق المالية الصادرة عنها منها أوراق مالية جديدة أمام المستثمرين توفر تنوعا لاستثماراتهم اضافة أنها تقلل مخاطر الاستثمار ؛

- **استحداث أدوات و ممارسات جديدة في سوق رأس المال الوطني:** ورد في قانون الأوراق المالية السند والإطار التشريعي لإصدار أدوات جديدة مثل الخيارات و العقود الآجلة و العقود المستقبلية حيث أدخلت في تعريف الأوراق المالية التي ينظمها القانون؛

- **البعد التقني و النظم الالكترونية في الهيئة و البورصة و المركز:** تم تجهيز الهيئة بالأنظمة الالكترونية لعملها و تم ربط مؤسسات سوق رأس المال و الوسطاء و مصدري الأوراق المالية و شركات تزويد المعلومات و الأسواق و المؤسسات الدولية، كما تم انشاء نظام تداول الكتروني بدلا عن قاعة التداول التقليدية؛

- **تطوير المستوى العلمي و المهني للكوادر العاملة و المشاركين في السوق؛**

- **تطبيق المعايير الدولية و التفاعل مع المؤسسات و المنظمات العربية و الدولي:** ومنها الافصاح و الترخيص والتداول و التسوية والتقاص وغير ذلك، وقد انضمت الهيئة لعضوية المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

المبحث الثالث: تقسيمات سوق عمان و الأدوات المتداولة فيه

يتألف السوق المالي العماني كغيره من الأسواق من أسواق فرعية تشكل في مجموعها سوق مالي منظم على قدر كبير من الكفاءة يساعدها في تمويل النشاط الاقتصادي للدولة تتداول فيها مجموعة من الأوراق المالية بين مختلف المتعاملين في السوق.

المطلب الأول: تقسيمات السوق المالي العماني

يتألف سوق عمان للأوراق المالية مما يلي:

أولاً: السوق الأولي:

وهو السوق المختص بالإصدارات الأولية الجديدة للشركات التي لم تستوف شروط الإدراج، وتشمل هذه الإصدارات كل من إصدارات الأسهم والسندات للشركات القائمة وحديثة التأسيس، ويتم تسعير هذه الإصدارات من خلال لجنة تسمى لجنة الإصدارات وتشير الأرقام في السوق إلى ارتفاع نسبة الإصدارات الأولية مما يعكس نضوج السوق وزيادة الثقة به¹، و يجب أن تتوفر على الشروط التالية:²

- أن لا يقل رأسمالها عن مليوني دينار أي حوالي 2.8 مليون دينار؛
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين فيها عن 100% من الرأسمال المدفوع؛
- تحقيق أرباح صافية قبل دفع الضريبة في عامين متتاليين على الأقل خمس سنوات الأخيرة؛
- توزيع أرباح أسهم مجانية مرة واحدة على الأقل خلال الأعوام الثلاثة؛
- مضي عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثانوية.

ثانياً: السوق الثانوي:

و هو السوق الذي يتم التداول فيه على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولي وفقاً لأحكام القوانين و الأنظمة و التعليمات المعمول بها³، وتنقسم السوق الثانوية إلى أربعة أسواق فرعية وهي كالتالي:⁴

1- السوق الموازي:

هذا السوق يتيح الفرصة أمام الشركات الحديثة للتداول بأسهمها بشكل منتظم وعادل إلى أن تحقق هذه الشركات شروط الإدراج في السوق النظامية، و توفر هذه السوق السيولة اللازمة لأسهم هذه الشركات،

¹ عبد الحفيظ خزان، مرجع سابق، ص 130.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 180-181.

³ فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 148.

⁴ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 89-90.

وهي سوق تمهيدية للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج على أنواع السوق النظامية، وأنظمة التداول في هذه الأسواق لتلك الأنظمة المطبقة في السوق النظامي، وشروط الإدراج أقل من شدة من تلك الشروط في السوق النظامي، تأسست هذه السوق عام 1982 بدأ التداول فيها عام 1982 وبلغ حجم التداول في نفس العام 16 مليون دينار.

2- السوق النظامية:

جزء من السوق الثانوي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بأوراق مالية تحكمها شروط ادراج خاصة بها تحددتها لجنة ادارة السوق، واحتل قطاع الصناعة المرتبة الأولى من حيث عدد الأسهم ثم قطاع البنوك و من ثم قطاع الخدمات، ويمكن حساب القيمة السوقية لسهم شركة معينة كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الأسهم المكتتب بها} \times \text{آخر سعر اغلاق للسهم}$$

3- سوق السندات:

السندات المتداولة في سوق عمان المالي تشتمل على سندات التنمية و اسناد القروض سאלفة الذكر سابقا و سندات و أذونات الخزينة، ويتراوح عمر تاريخ الاستحقاق لهذه السندات من ثلاثة أشهر إلى عشر سنوات، إن سوق السندات في سوق عمان يعتبر سوقا ضيقا حيث يتراوح حجم التداول بهذه الأدوات المالية من 6 إلى 37 مليون دينار في أحسن الأحوال، ويمكن أن نذكر أنه في عام 1993 وشكلت الأسهم المتداولة حوالي 95% في حجم التداول في السوق الثانوي، في حين لم تتجاوز مساهمة التداول في السندات أكثر من 1% في ذلك العام.

4- التحويلات خارج القاعة:

تتكون من التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الدرجة الثالثة بالإضافة إلى تحويلات الشركة غير المدرجة، وفي عام 1991 بلغ عدد الأسهم لهذا النوع من التحويلات حوالي 3.5 مليون سهم بلغت قيمتها 16 مليون دينار أمام عام 1993 بلغ عدد الأسهم حوالي 8 مليون سهم و بلغت قيمتها السوقية حوالي 37.4، أم عام 1996 فقد بلغ عدد الأسهم 18.2 مليون سهم القيمة سوقية حوالي 28.9 مليون دينار

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالي العماني

أولاً: الأدوات المتداولة التقليدية

بموجب قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 في مادته الثالثة، يتم التداول في بورصة عمان بالأدوات المالية المتمثلة في أسهم الشركات و أدوات الدين العام، و سندات الشركات والمؤسسات العاملة، العقود الآتية والآجلة، إضافة إلى عقود خيار الشراء وخيار البيع، حيث يتم تنفيذ أوامر البيع و الشراء هذه الأدوات المالية خلال ساعات التداول في بورصة عمان، و التي يتم طيلة أيام الأسبوع ماعدا يومي الجمعة والسبت.¹

1- الأسهم العادية:

الاستثمار أحد الأنشطة الرئيسية في مجال الاستثمار المالي لأي بلد يتوفر فيه السوق المالي منظم يعمل ضمن التشريعات و القوانين، ويعتبر الأردن من الدول الناشئة القليلة التي يتوفر بها سوق مال منظم، وبالتالي يلقي إقبال العديد من المستثمرين الأردنيين أصحاب الفوائض المالية، ويعود ذلك إلى سهولة دخول المستثمرين للسوق المالي، و أيضا للحماية المتوفرة من خلال مجموعة التشريعات و القوانين، ومن هنا نجد أن الأسواق المالية لها أهمية كبيرة في إعداد المعلومات المالية والمتمثلة في التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة المدرجة في هيئة الأوراق المالية، حيث تقوم هذه التقارير بتوفير المعلومات الأساسية التي يستطيع من خلالها المستثمر تحديد أسعار الأسهم على أساس صحيح.²

وهي أسهم نقدية و يجب أن تكون عينية وتسدد دفعة واحدة أو على أقساط لاتزيد عن أربع سنوات من تاريخ المباشرة وهي متساوية الحقوق والواجبات، وتأخذ أرقام تسلسلية، أما شهادات الأسهم فهي وثيقة تصدر من قبل الشركة لصالح حامل الأسهم تعترف بموجبها الشركة بملكية الثاني لهذه الأسهم و تشمل البيانات التالية:³

* الاسم الكامل للشركة و موقعها الرئيس؛

* نوع المساهمة و عدد الأسهم و أسماء المساهمين؛

* تسلسل ملكية الأسهم.

و قد تكون في شكل فئات (فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم أو العشرة وهكذا.....) ويكون الاكتتاب على هذه الأسهم من خلال الشركات المالية و البنوك على أن لا يقل عدد الأسهم المكتتب بها عن خمسة وألا

¹ المادة 03 من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.

² سامر فخري، عبيد صفاء، محمد المحمود، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دورية محكمة تعنى بالعلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة، جامعة الأردن، 2010م، ص4.

³ فيصل محمد الشوارة، مرجع سابق، ص164.

يزيد المكتتبين عن شخص واحد في الطلب الواحد و تستمر مدة الاكتتاب عشرين يوما على الأقل و لا تزيد عن تسعين يوما وإذ يبلغ الاكتتاب ثلثي رأس المال يقوم المؤسسين بإحدى الأمرين:¹

- العودة على تأسيس و إعادة المبالغ لأصحابها و تحمل كافة الأعباء المترتبة على ذلك
- استكمال الاكتتاب بما لا يقل عن ثلثي رأس المال من قبل المؤسسين.

و يكون سهم الشركة المساهمة العامة بعد تسديد م لا يقل عن 50% من قيمته الإسمية قابلا للتداول في السوق الثانوي، ولا يجوز للشركة المساهمة العامة شراء أسهمها لحسابها الخاص، إلا إذا آلت إليها باندماج شركة أخرى بها، أو بشرائها لأسهم شركة أخرى كانت تملك أسهما في رأس مالها.²

ويكون تداول الأسهم باطلا في السوق في الحالات التالية:³

- إذا كان السهم مرهونا أو محجوزا أو مؤشرا عليه بأي قيد يمنع التصرف عنه؛
- إذا كانت شهادة الأسهم المفقودة ؛
- إذا كان من الأسهم التأسيسية.

في حالة حظر و منع القوانين و الأنظمة المعمول بها في السوق بتداول سهم أي شركة مساهمة في السوق المالي.

وعند زيادة رأس مال لشركة قائمة فإنه يغطي من الاحتياطي الاختياري أو من الأرباح المدورة أو من خلال الاكتتاب العام ألا يجوز للمساهمين القدامى القيام بتغطية ما يزيد عن 50% منه، ويكون بعلاوة الإصدار تحدد من قبل لجنة الإصدارات و تسجل في حساب احتياطي علاوة الإصدار و لا يجوز توزيعها على المساهمين.⁴

2- إسناد القرض: وهي أوراق مالية ذات قيمة إسمية قابلة للتداول و تصدرها الشركات المساهمة العامة و تطرحها للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات و تتعهد الشركة بموجب هذا الإسناد بسداد القرض و فوائده طبقا لشروط الإصدار، و تنقسم هذه الإسناد إلى الآتي:⁵

أ- الإسناد الإسمية:

و تكون باسم المالك و تنتقل الملكية حسب قانون السوق و توثق في سجلات الشركات.

ب- الإسناد لحاملها:

و تكون الحقوق المترتبة عليها للشخص الذي يحوز عليها و تنتقل ملكيتها من شخص إلى آخر بالاستلام و التسليم مباشرة. وتكون القيمة الإسمية للإسناد في كل إصدار ثابتة لكنها بفئات مختلفة وذلك لغايات تسهيل

¹ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 183.

² وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 81.

³ المرجع السابق، ص 82.

⁴ فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 165. *

⁵ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 184.

عملية التداول، وقد تباع بقيمته الإسمية أو بعلاوة إصدار أو بخصم ولكن في الحالات جميعها يكون التسديد بتاريخ الاستحقاق بالقيمة الإسمية و عليه فإن السند يتضمن البيانات التالية:¹

- اسم وشعار وتاريخ تسجيل الشركة؛
- قيمة ونوع ورقم السند بالإضافة لمدته وسعر الفائدة؛
- أي شروط أخرى بما لا يتعارض مع نشرة الإصدار؛
- وقد تكون بالدينار الأردني أو بعملات أجنبية و تقوم بتسويقها الشركات المالية وحسب الشروط التي يتم الاتفاق عليها و يجوز قيام إحداها بتغطية الإصدار .
- و يشترط و قبل أن تقوم الشركة المساهمة العامة بالاقتراض أن تتوفر الشروط التالية:²
- موافقة الهيئة العامة للشركة على إصدارها بناء على توصية مجلس الإدارة؛
- أن يكون رأس مال الشركة المكتتب به قد سد بكامله؛
- أن لا تتجاوز قيمة إسناد القرض رأس مال الشركة المدفوع ؛
- أن تكون الإسناد مضمونة بكامل قيمتها برهن؛
- أن توافق لجنة الاصدارات على الإسناد.

3- سندات المقارضة: وهي أداة من أدوات التمويل وفقا لقواعد التمويل الإسلامي و تختلف عن مثيلاتها في الاقتصاد الوضعي لكونها عبارة عن علاقة إقراض بين مصدر مكتتب وليس المديونية أي أن الفائدة لا تحدد سلفا وإنما يترك أمرها لمدى الربح المحقق ولا يوجد أي ضمان لرد الأصل وذلك لاحتمال وجود الخسائر، ولكونها وثائق محددة القيمة تصدر بأسماء مالكيها مقابل الأموال التي قدموها لصاحب المشروع بعينه بقصد تنفيذ المشروع واستغلاله لتحقيق الربح ، فإن إصدارها يتم بأحد الطريقتين:³

- أن تصدر لأجل معين للمشاركة في تمويل الاستثمار المزمع إقامته ويطلق عليها حين ذاك سندات المقارضة؛

- أن تصدر لهدف معين أي لتمويل الاستثمار محدد ويتم استردادها من خلال الدخل المتحقق عنه بالإضافة للمشاركة في الربح، و في كلا الحالتين لا تخضع الأرباح المحققة عنها ضريبة الدخل، و كذلك الحال بالنسبة لأصل القرض.

وهنا عدة شروط ينبغي توفرها في الشركات الراغبة في إصدار مثل هذه وهي كالتالي:⁴

- أن يكون المشروع أو الاستثمار له جدوى اقتصادية؛
- أن يكون المشروع أو الاستثمار مستقلا عن المشاريع الأخرى؛

¹ فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 165-166.

² وليد صافي، أنس بكر، مرجع سابق، ص 84.

³ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 185.

⁴ فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 167.

- أن يكون للمشروع أو الاستثمار خصية مستقلة عن بقية المشاريع من حيث السجلات والتقارير المالية.

وتتكون لجنة اصدار سندات المقارضة من اللجان التالية:¹

- وكيل وزارة المالية؛
- وكيل وزارة الصناعة و التجارة؛
- وكيل وزارة الأوقاف؛
- مدير سوق عمان المالي؛
- عضوية من القطاع الخاص يعينهم مجلس الوزراء لمدة سنتين غير قابلة للتجديد.

4- أدوات الدين العام: وهي عبارة عن أدونات وسندات الخزينة التي تصدرها الحكومة للحصول على قروض من الجمهور و يعني الصك أو الكمبيالة الصادرة بالنيابة عن خزينة الحكومة والتي تنتقل ملكيتها مجرد التسليم، وتنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الإسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة أما سندات الخزينة في السندات المسجلة لحاملها الصادرة عن الحكومة.²

و تتكون أدوات الدين العام من أداتين رئيسيتين هما:³

أ- أدونات الخزينة: عي الصك أو الكمبيالة بالنيابة عن خزينة الحكومة التي تنتقل ملكيتها بمجرد التسليم و تنص على حق حاملها في استيفاء قيمتها الاسمية في التاريخ المحدد مع الفائدة المستحقة؛

ب- السندات الحكومية: وهي السندات المسجلة و السندات لحاملها الصادرة عن الحكومة، وغالبا يقوم مجلس الوزراء بتحديد شروط إصدار السندات المالية الحكومية و أحكامها ولا يجوز تحت أي ظروف من الظروف ولا يجوز تحت أي ظروف من الظروف تغيير شروط و أحكام اصدارات الدين العام بعد موافقة مجلس الوزراء عليها و اعلانها.

و لقد كانت أدونات الخزينة الأردنية عند طرحها لأول مرة عام 1969 بمثابة الأساس الأول للسوق النقدي في الأردن، ولاقت هذه الأدونات رواجاً بين البنوك في السوق الأول للسوق النقدي في الأردن، و لاقت هذه الأدونات رواجاً بين البنوك أو الشركات المالية، مما ساعد و شجعها على طرح سندات حكومية عام 1971، و لقد لاقت رواجاً وذلك لما تتمتع به من إعفاءات ضريبية، وسهولة وإمكانية تحويلها إلى نقد سائل.

و أما من أهم أنواع السندات الحكومية التي تم إصدارها عام 1971 فهي سندات التعمير لحاملها، حيث تم إصدار ثلاث اصدارات و قد تم إطفاءها في عام 1975، 1977، 1978، وانتقل البنك المركزي بعد ذلك

¹ وليد صافي، أنس بكر، مرجع سابق، ص 86.

² فيصل محمد الشواور، مرجع سابق، ص 167.

³ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سابق، ص 87-88.

لإدارة سندات التنمية بعد ذلك لإدارة سندات التنمية المسجلة لأول مرة عام 1973 بقيمة 5 دنانير للسند الواحد، وقد تم ابتداء من عام 1979 تداول السندات الحكومية من خلال قاعة سوق عمان.

ثانياً: الأدوات المتداولة الحديثة

يعمل السوق على تنشيط سوق رأس المال في الأردن وذلك عن طريق إدخال أدوات مالية جديدة:¹

1- صناديق الاستثمار المشتركة:

ذلك عن طريق تشجيع شركات أو صناديق الاستثمار المشترك وهي تقوم بدور تجميع المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في الأسهم، وهذا الصندوق سيسهم إلى درجة كبيرة في تجميع المدخرات وتحويلها نحو الاستثمار في الأسهم.

2- شركات التغطية:

تقوم شركات التغطية بضمان عمليات إصدارات الأسهم في السوق الأولي للأسهم، حيث تقوم بتشجيع الشركات و بنوك الاستثمار القائمة بالتغطية وذلك لما له من أهمية في توجيه رأس المال.

3- صانعو الأسواق والمتخصصون:

تقوم الشركات صانعة السوق بدور توفير سوق دائم للأسهم و خاصة الأسهم ذات التداول المحدود حيث تقوم بتوفير عرض مناسب من هذه الأسهم و أيضاً القيام بشراء عروض البيع لهذه الأسهم، أما فيما يتعلق بالمختصين فتقوم بالتدخل في عمليات البيع والشراء للأسهم المحدودة وذلك لضمان تحقيق سوق منظم و مستقر، ومن المهم تراخيص القيام بعمل بعض شركات الوسطاء للقيام ببعض المهام تمهيداً لزيادة كفاءة السوق و لتخفيض التقلبات التي تطرأ على الأسعار الأسهم.

4- مركز الإيداع و التحول:

إن إنشاء مركز للإيداع و التحويل يضم أقسام المساهمين لكافة الشركات المساهمة يعتبر من التحديات العامة التي تواجه السوق في المرحلة القادمة ومنها عدم وجود مكان مناسب لهذه الغاية، هذه لمحة عامة عن سوق مالي عمان المالي.

¹ حسني علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص 216-217.

المطلب الثالث: شروط الإدراج في السوق المالي العماني:

يمكن تلخيص شروط الإدراج في بورصة عمان في النقاط التالية:¹

- تسجيل الورقة المالية المعنية لدى الهيئة؛
- تسجيل وإيداع الورقة المالية المعنية لدى المركز؛
- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الورقة المالية المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها؛
- وجود لجنة تدقيق لدى المصدر بالمعنى المقصود في قانون الأوراق المالية المعمول به.²
- ولإدراج أسهم الشركات المساهمة العامة الأردنية في السوق النظامي عليها أن تتوفر على:³
- يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهمها في السوق الموازي؛
- تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الفعلي و بشكل مستمر؛
- تقدم الشركة القوائم المالية الختامية، وذلك بنشرها في صحيفتين يوميتين و لمرة واحدة على الأقل
- لا يقل صافي حقوق المساهمين كما في نهاية السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن 75% من رأس المال المدفوع.

و تقدم جميع الشركات التي تطلب ادراج أسهمها مجموعة من البيانات و المعلومات التالية:⁴

- نبذة مختصرة عن تأسيس الشركة وعلاقتها بالشركات الأخرى سواء كانت تابعة، أو شقيقة أو حليفة؛
- تقييم مجلس الإدارة مدعماً بالأرقام لأداء الشركة والمرحلة التي وصلت إليها والإنجازات التي حققتها، ومقارنتها مع الخطة الموضوعية؛
- الأحداث الهامة التي مرت بها الشركة أو أثرت عليها منذ تأسيسها حتى تاريخ تقديم طلب الإدراج ؛
- الخطة المستقبلية للشركة للسنوات الثلاث القادمة؛
- أسماء الأشخاص الذين يملكون (5%) أو أكثر من أسهم الشركة؛
- أسماء أعضاء مجلس الإدارة وأسماء ورتب الأشخاص الإدارة التنفيذية العليا والأوراق المالية المملوكة من قبل أي منهم أو أقربائهم و عضوية أي منهم في مجالس إدارات الشركات الأخرى؛
- كشف يتضمن أسماء مساهمي الشركة، وعدد الأسهم المملوكة من قبل كل منهم، ونسبة مساهمة غير الأردنيين في الشركة.

¹ المادة 4: من التعليمات المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان الصادرة بالإستثناء لأحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 و لأحكام المادة (1/01/24) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 186.

³ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 222.

⁴ سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 83.

المبحث الرابع: السوق المالي كأداة فعالة في تمويل الاستثمار

خطا سوق عمان المالي منذ إنشائه خطوات هامة على صعيد سوق رأس المال المحلي حيث حقق تقدما كبيرا في تحقيق أهدافه والتي جعلته يحتل مكانة مرموقة ما بين الأسواق الناشئة، وللوقوف على مدى تطور أداء سوق الأوراق الأردني لابد من تتبع مؤشرات أداء سوق من أجل معرفة مدى كفاءة وقدرة السوق الأردني في تلبية الاحتياجات الاستثمارية لاقتصاد الدولة.

المطلب الأول: واقع السوق الأولية

سعت المملكة الهاشمية لإنشاء سوق رأس مال قادر على تمويل الاقتصاد، وباشرت بالعديد من الإصلاحات التي مست مختلف الجوانب التي تهم سوق الاصدار لجذب المدخرين والمستثمرين.

أولا: طبيعة الإصدارات في السوق الأولي

عرف السوق الاول في الاردني مجموعة من الاصدارات للفترة الممتدة من 2007 الى 2016 تميزت بتنوعها، والجدول التالي يوضح توزيع اصدارات الاسهم والسندات.

1- اصدارات الاسهم:

جدول رقم 04: توزيع إصدارات الأسهم في السوق الأولي الأردني (2007-2016)

الوحدة (مليون دينار أردني)

السنة	الأسهم			مجموع اصدارات الاسهم
	تأسيس الشركات	التحول من شركة ذات مسؤولية محدودة على شركة مساهمة	زيادة رأس المال	
2007	397	33	455.8	885.8
2008	242	89.4	473.1	827.0
2009	3	10.7	303.7	317.4
2010	10	13.6	96.1	119.7
2011	—	55	81.7	136.7
2012	—	-	144.8	144.8
2013	—	—	46	46
2014	—	-	65.8	65.8
2015	—	-	40.5	40.5
2016	—	-	178.2	178.2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان من 2007-2016.

من خلال الجدول نلاحظ أن الاصدارات الاولى من الاسهم شهدت آخر ثلاث سنوات قبل 2008 اصدارات ضخمة من الاسهم نشطت السوق الاصدار الاول، والذي يؤثر بصورة أو بأخرى في الناتج المحلي الخام، وهو ما يؤدي الى تحسين أداء مختلف القطاعات، لذا يجب الإشارة الى الدور الذي لعبه السوق المالي الاردني في أداء الاقتصاد الاردني في تلك الفترة، وذلك من خلال مساهمتها في استقطاب استثمارات كبيرة من قبل المستثمرين الاردنيين والخليجيين سواء من خلال مشاركتهم في الاكتتاب بأسهم الشركات الحديثة التي طرحت للاكتتاب العام أو مشاركتهم في زيادة رؤوس أموال الشركات التي لا يملكون حصة في رأس مالها. كما نلاحظ استمرار النشاط في سوق الاصدارات الاولى، حيث تم تأسيس عدد كبير من الشركات المساهمة العامة اضافة الى قيام عدد كبير من الشركات بزيادة رؤوس أموالها، حيث بلغ حجم اصدارات الاسهم خلال عام 2007 ما مقداره 885.8 مليون دينار وذلك نتيجة تأسيس 397 شركة، و تحول 33 منها من شركة ذات مسؤولية محدودة الى شركة مساهمة، وقيام العديد من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة 342.6 مليون سهم بقيمة 544.8 مليون دينار، سنة 2008 بلغ حجم اصدارات الاسهم ما مقداره 827.0 مليون دينار مقارنة مع عام 2007. حيث تم تأسيس 15 شركة مساهمة برأس مال قدره 242 مليون دينار وتحول 5 شركات مساهمة عامة برأس مال قدره 89.4 مليون دينار. وقيام العديد من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة 473.1 مليون دينار. وفي سنة 2009 سجلنا انخفاض قيمة الاصدارات للاسهم حيث بلغت 317.4 مليون دينار وذلك نتيجة تأسيس 3 شركات فقط، كما تم خلال 2010 تأسيس شركة واحدة وتحول ثلاث شركات مساهمة عامة وقيام 33 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 119.8 مليون سهم. في حين تم تحويل شركة واحدة وقيام 8 شركات بزيادة رؤوس أموالها بمقدار 64.8 سنة 2011 دون تأسيس اي شركة، أما في الفترة الممتدة من 2012 الى 2016 لم يتم تأسيس أي شركة واقتصرت الاصدارات للاسهم على زيادة رأس المال فقط، حيث تم خلال 2012 قيام 15 شركة قائمة بزيادة رؤوس أموالها بقيمة 144.8 مليون دينار. لتتخفص سنة 2013 الى 46 مليون دينار، ثم ترتفع قيمتها سنة 2014 الى 65.8 وتتخفص سنة 2015، وتعاود الارتفاع سنة 2016 الى 178.2 مليون دينار. ويعود هذا التذبذب في مبالغ الاصدارات الى ركود النشاط الاقتصادي بسبب الازمة السياسية للبلاد.

2- اصدارات السندات:

تتكون اصدارات السندات في السوق الاولى في بورصة عمان من: إسناد قرض، سندات المؤسسات العامة والمتمثلة في سندات سلطة المياه، سندات و أدونات الخزينة إضافة الى الصكوك الإسلامية.

جدول رقم 05: توزيع إصدارات السندات في السوق الأولي الأردني (2007-2016)

الوحدة (مليون دينار أردني)

السنة	السندات				مجموع إصدارات السندات
	إسناد قرض	سندات سلطة المياه	سندات و أدوات الخزينة	صكوك إسلامية	
2007	168.7	46	1142.5	-	1357.2
2008	141.8	128	2.981.2	-	3250.9
2009	151.8	138.5	4.191	-	4481.2
2010	93.7	268.5	4.641.3	-	5003.5
2011	38	801.38	4110.9	-	4950.2
2012	101.2	369	5622.5	-	6092.7
2013	81.5	180	4680	-	5754.8
2014	86.7	82.5	6135	-	6304.2
2015	92.5	20	3275	-	3387.5
2016	166	83	5988	109	7160.2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان 2007-2016.

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع وانخفاض عدد الإصدارات ومبالغها من سنة إلى أخرى حيث عرفت ارتفاع مستمر من 2007-2010 من 1357.2 مليون دينار إلى 5003.5 مليون دينار، و يعود ارتفاع إصدار السندات إلى زيادة إصدارات سندات و أدوات الخزينة ارتفاع المستمر في قيمة إصدارات سندات سلطة المياه التابعة للدولة و ذلك بهدف تمويل العجز في الميزانية العامة للدولة و لتمويل القروض المكفولة لشركة الكهرباء الوطنية و سلطة المياه، أما اسناد القرض عرف ارتفاع طفيف سنة 2009 وصل إلى 151.8 مليون دولار ثم انخفض بعدها إلى 93.7 مليون دينار سنة 2010 ، أما خلال الفترة (2011-2016) فقد عرف تذبذب حيث بلغ أدنى قيمة للإصدار السندات سنة 2015 ماقيمته 3387.5 مليون دينار أردني و ذلك بسبب انخفاض إصدارات سندات و أدوات الخزينة و كذلك سندات سلطة المياه مع ارتفاع إصدارات اسناد القرض و بلغت أعلى قيمة خلال عام 2016 بقيمة 7160.2 مليون دينار ذلك بسبب ارتفاع إصدارات سندات و أدوات الخزينة و كذلك سندات سلطة المياه مع ارتفاع إصدارات اسناد القرض مع ظهور إصدار جديد للصكوك الإسلامية

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

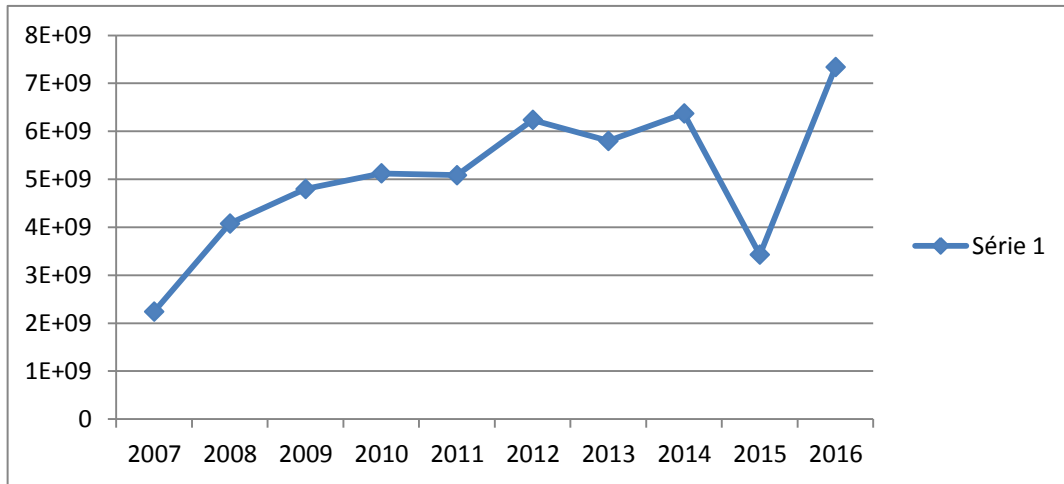
3- قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة الممتدة (2007-2016).

جدول رقم 06: قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة الممتدة (2007-2016). بالدينار.

الفترة	أسهم	أذونات و سندات الخزينة	سندات المؤسسات العامة	اسناد قرض	صكوك إسلامية	المجموع
2007	885,771,902	1,142,500,000	46,000,000	168,700,000	-	2,242,971,902
2008	827,957,704	2,981,200,000	128,000,000	141,750,000	-	4,078,907,704
2009	317,321,922	4,191,000,000	138,500,000	151,750,000	-	4,798,571,922
2010	119,281,271	4,641,300,000.	268,500,000	93,768,170	-	5,122,849,441
2011	136,671,251	4,110,900,000	801,380,000	38,000,000	-	5,086,951,251
2012	144,825,273	5,622,500,000	369,000,000	101,200,000	-	6,237,525,273
2013	45,979,161	5,493,395,000	180,000,000	81,500,000	-	5,800,874,161
2014	65,818,338	6,135,000,000	82,500,000	86,725,000	-	6,370,043,338
2015	40,545,362	3,275,000,000	20,000,000	92,500,000	-	3,428,045,362
2016	178,242,008	6,802,177,900	83,000,000	166,000,000	109,000,000	7,338,419,908

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016

الشكل 03: قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة الممتدة (2007-2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 06

نلاحظ من خلال الجدول نلاحظ ارتفاع نسبة الإصدارات في السوق الأولية من أسهم و سندات سنة 2008 بنسبة 81.8% عن مستواها في عام 2007 و ذلك نتيجة تأسيس عدد كبير من الشركات المساهمة و قيام الكثير منها بزيادة رؤوس أموالها. فضلا عن ذلك فقد سجلت قيمة الإصدارات في السوق الأولية لسنة 2009 عنه في 2008 ارتفاعات بمقدار 17.6% وتأتي هذه الزيادة كنتيجة منطقية لزيادة الدين العام الداخلي و المتمثل في قيام الحكومة بإصدار ما قيمته 4191 مليون دينار من سندات وأذونات خزينة خلال عام 2009، كما ارتفعت نسبة الإصدارات لسنة 2010 بنسبة 6.8% عن مستواها في عام 2009 وذلك لزيادة حجم الدين الداخلي المترتب عن الحكومة الأردنية في حين بلغت قيمة الإصدارات في السوق الأولية من أسهم و سندات خلال عام 2011 بقيمة 5087 مليون دينار وذلك بانخفاض نسبته بقيمة 7% عن مستواها في عام 2010، وقد استمر البورصة في تسجيل انخفاض قيمة الإصدارات بنسبة 7.2% مقارنة مع سنة 2012 و التي بلغت 5800.9 مليون دينار لكنها هذه النسبة ارتفعت خلال عام 2014 بنسبة 9.8%، ويرجع ذلك الى ارتفاع الدين العام الداخلي والخارجي للدولة بهدف تمويل العجز في الموازنة العامة للدولة ولتمويل القروض المكفولة لشركة الكهرباء الوطنية وسلطة المياه؛ فوفقاً لإحصائيات البنك المركزي، فقد بلغ الدين الداخلي للدولة لعام 2014 ما مقداره 14.621.000.000 مليار دينار، مقارنة بـ 15.486.000.000 مليار دينار عام 2015، أما الرصيد العام للدين العام الخارجي فقد بلغ في عام 2014 ما مقداره 8.030.100.000 مليار دينار مقارنة بـ 9.390.050.000 مليار دينار عام 2015¹، وهو ما يفسر ارتفاع إصدار السندات الحكومية. وفي عام 2015 أظهرت البيانات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية بأن قيمة الإصدارات في السوق الأولي قد انخفضت من جديد بنسبة 46.2% مقارنة مع عام 2014، أما خلال سنة 2016 فقد أظهرت البيانات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية نوع جديد من الأوراق

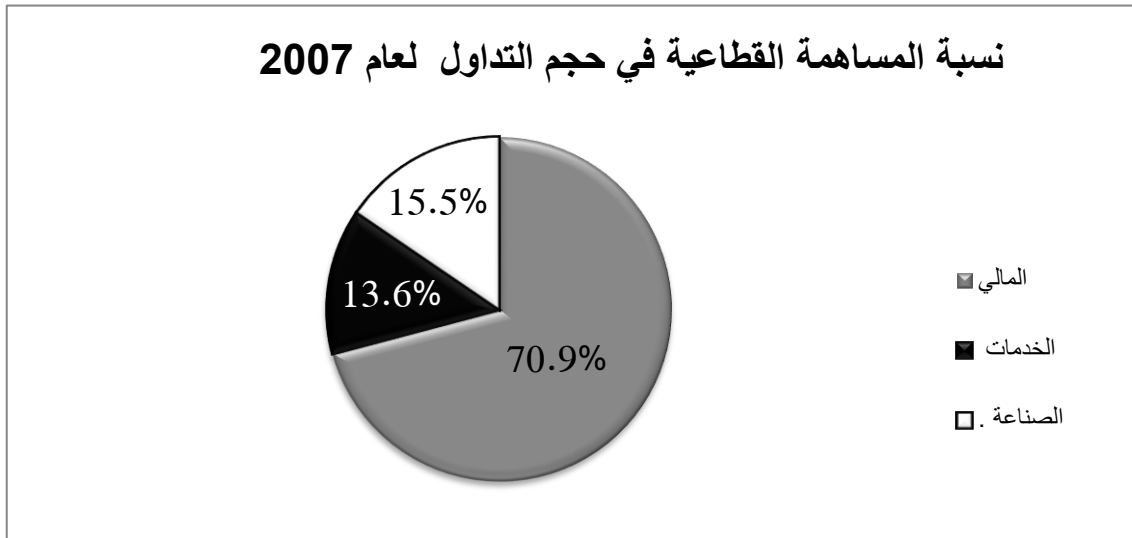
¹ <http://studies.aljazeera.net/ar/reports/2017/02/170209131200736.html> , تاريخ الاطلاع 2018/05/03 ، 10:30

المالية و المتمثل في الصكوك الإسلامية مما أدى إلى ارتفاع كبير في نسبة الإصدار في السوق المالي العماني خلال هذه الفترة وصل إلى 114.1% عن مستواها في عام 2015. و بالتفصيل في طبيعة هذه الاصدارات نجد توجه المصدرين نحو إصدار السندات أي هيمنة إصدار السندات على إصدارات الأوراق المالية، حيث سجل إصدار الأسهم أعلى نسبة خلال عام 2008 بـ 10.98% بحيث اقتصر الدور السوق على نقل ملكيات أسهم الشركات المدرجة من مستثمر إلى آخر من خلال البيع و الشراء اليومي دون أي إضافة تذكر للاقتصاد بصفة عامة و لسوق مال بصفة خاصة. كما تعتبر الخسائر الجسيمة التي تعرض لها مساهمو الشركات والمستثمرون في السوق المالي و التي تجاوزت 20 مليار دينار اردني من الاسباب الرئيسية لجمود سوق الاصدار الأولي لبورصة عمان للأوراق المالية.

ثانيا: التنوع القطاعي للإصدارات

يختلف إسهام القطاعات الاقتصادية في إصدارات الأوراق المالية من سنة لأخرى، إلا أنه ما يلاحظ في بورصة عمان هيمنة القطاع المالي عامة و البنوك خاصة على هذا النوع من الإصدارات، و فيما يلي نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

الشكل 04: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2007

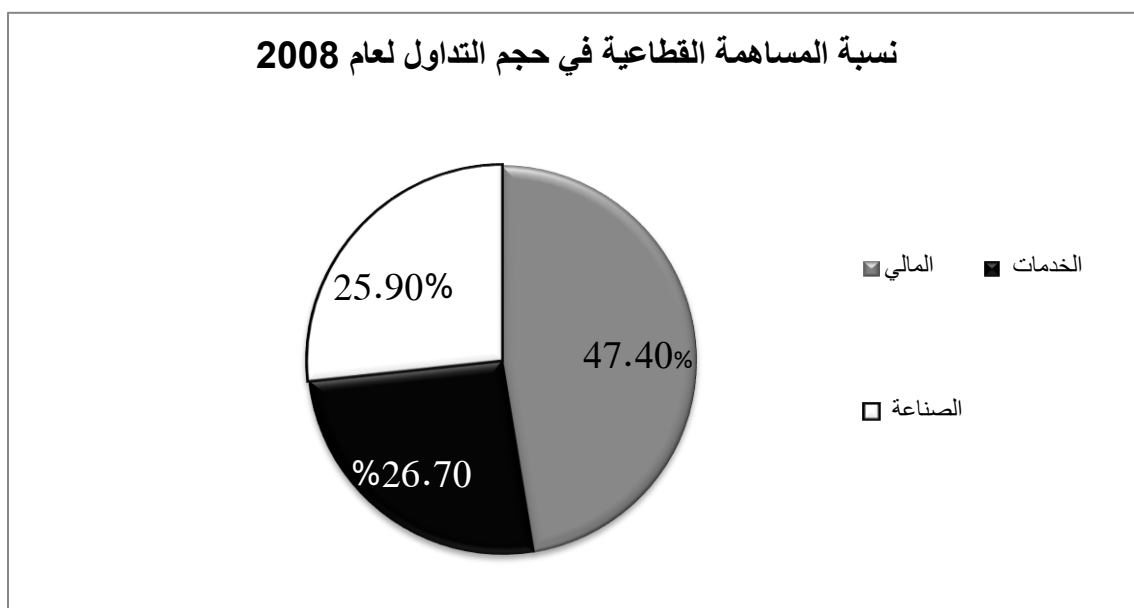


المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2007، ص 21، على الموقع الإلكتروني و تاريخ الإطلاع :

<https://www.ase.com.jo/sites/default/files,28/03/2018,11:34> .

فيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات و هذا ما يوضحه الشكل السابق ومما يذكر بأن التداول في قطاعات البنوك والعقارات والخدمات المالية المتنوعة استحوذ على ما نسبته 27.6%¹.

الشكل 05: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2008



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، ص22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

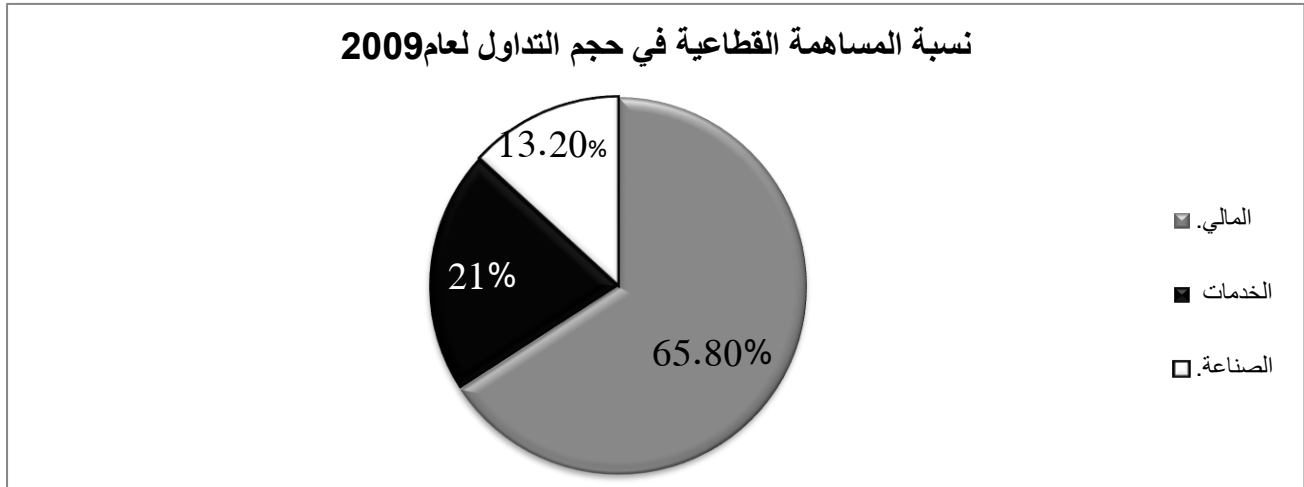
www.ase.com.jo/sites/default/files/AS, 28/03/2018, 11:32.

فيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، وهذا ما يوضحه الشكل السابق، ومما يذكر بأن التداول في قطاعات الصناعة الاستخراجية و التعدينية والعقارات والطاقة والمنافع والخدمات المالية المتنوعة حيث استحوذ على ما نسبته 20.3%، 17.5%، 15.9%، و 11.6% على التوالي من حجم التداول الإجمالي.²

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2007، مرجع سابق، ص21.

² التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، مرجع سابق، ص22.

الشكل 06: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2009

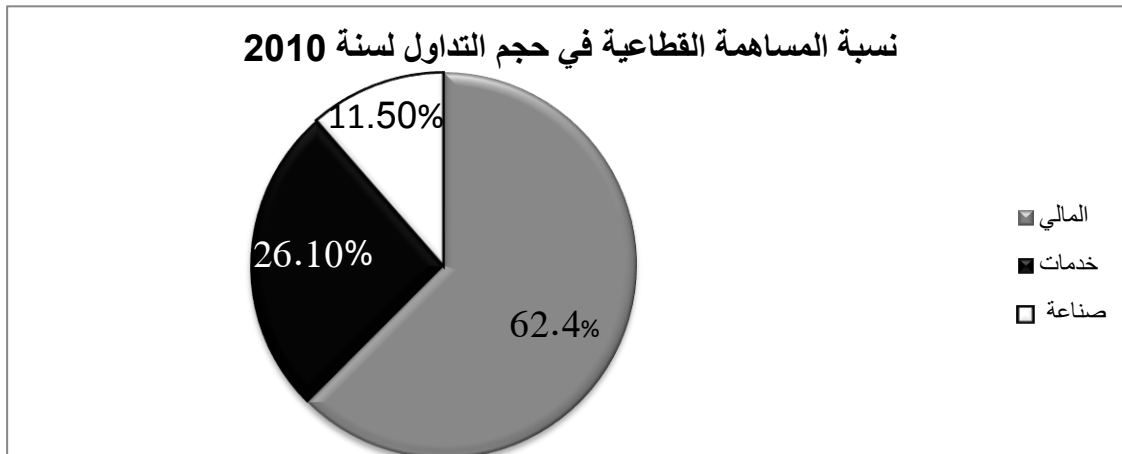


المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2009، ص 22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

<http://www.exchange.jo/sites/default/files/ASE>, 28/03/2018, 17:58.

من الشكل أعلاه و فيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول و عدد الأسهم المتداولة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، مع الإشارة إلى أن قطاع العقارات والخدمات المالية المتنوعة والبنوك والخدمات التجارية، الصناعات الاستخراجية و التعدين استحوذت على ما نسبته: 3.4%، 3.8%، 9.3%، 7.1%، على التوالي من حجم التداول الكلي الإجمالي للبورصة¹.

الشكل 07: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2010



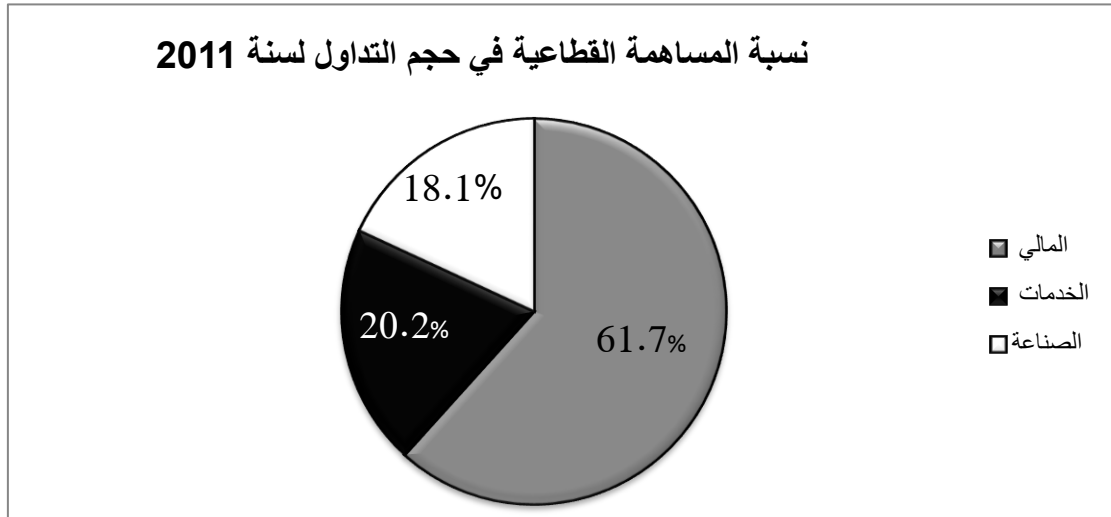
المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2010، ص 22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

www.ase.com.jo/node/1652, 28/03/2018, 18:09.

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2009، مرجع سابق، ص 22.

من الشكل أعلاه نلاحظ سيطرة القطاع المالي على الجزء الأكبر من حجم التداول، يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، ومما يذكر بأن التداول في القطاعات: العقارات، الخدمات المالية المتنوعة، الخدمات التجارية، البنوك والنقل استحوذ على ما نسبته 12.9%، 10.7%، 5.1% على التوالي من حجم التداول الإجمالي.¹

شكل 08: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2011



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2011، ص 22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

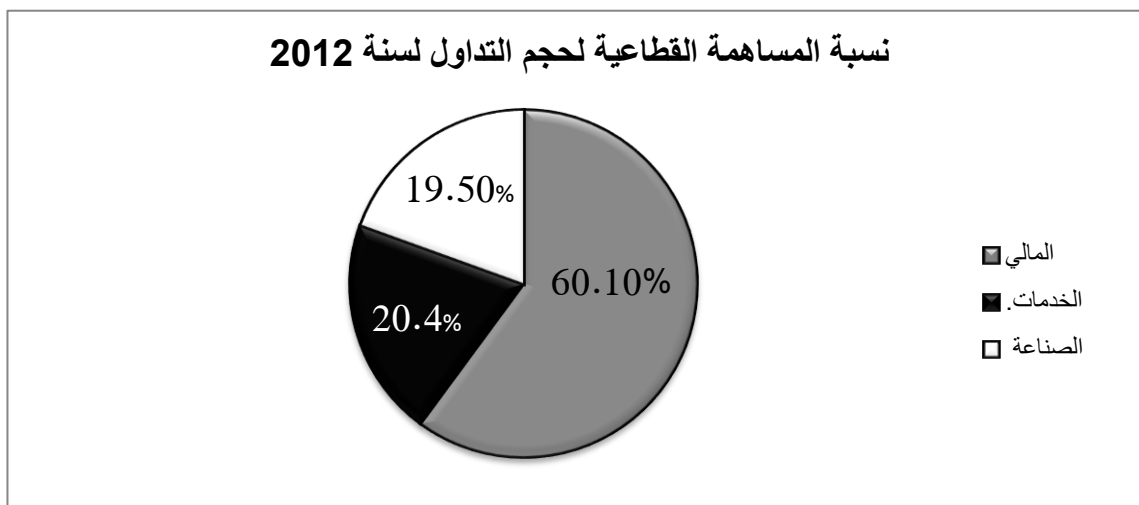
www.ase.com.jo/node/1652, 28/03/2018, 18:12.

خلال سنة 2011 وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول تلاه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات وهذا ما نلاحظه من خلال الشكل السابق، ومما يذكر بأن التداول في قطاع العقارات و الخدمات المالية المتنوعة و البنوك و الصناعات الكهربائية والصناعات الاستخراجية والتعدينية إستحوذ على ما نسبته 62.4%، 16.5%، 16.1%، 8.1%، 6.2% على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة.²

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2010، مرجع سابق، ص 22.

² التقرير السنوي لبورصة عمان 2011، مرجع سابق، ص 22.

الشكل رقم 09: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول لسنة 2012

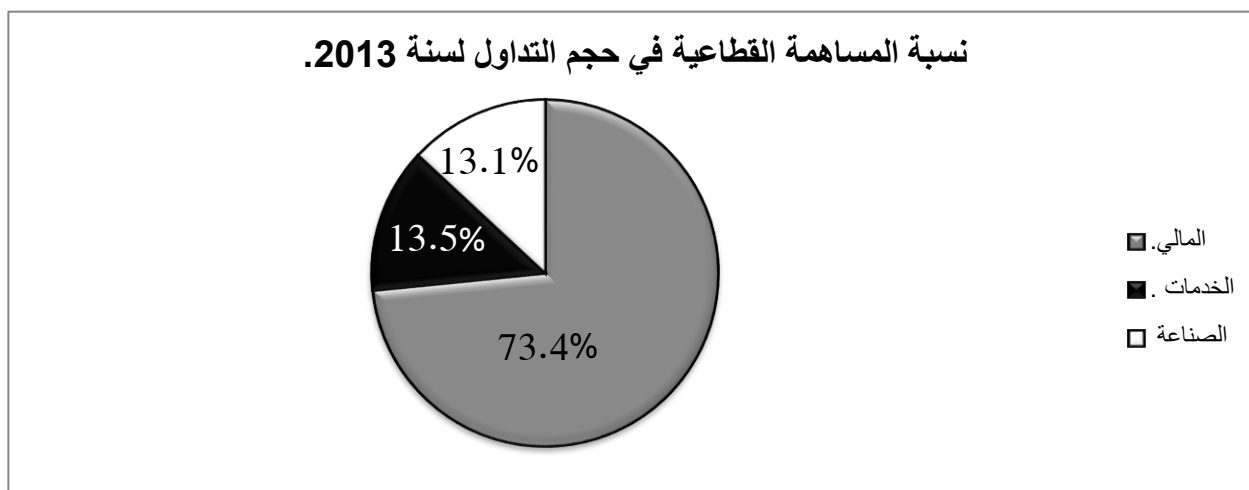


المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان سنة 2012، ص 20، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

www.ase.com.jo/node/1652, 28/03/2018, 18 :26.

من خلال الشكل السابق نستنتج أن القطاع المالي احتل المرتبة الأولى من حيث حجم التداول و عدد الأسهم المتداولة يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، أما من خلال أحجام التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذ قطاع العقارات البنوك والخدمات المالية المتنوعة، النقل، الصناعة الاستخراجية و التعدين على ما نسبته: 52.5%، 17.2%، 17%، 8.3%، 4.6%، على التوالي من حيث حجم التداول الإجمالي في البورصة.¹

الشكل 10: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2013



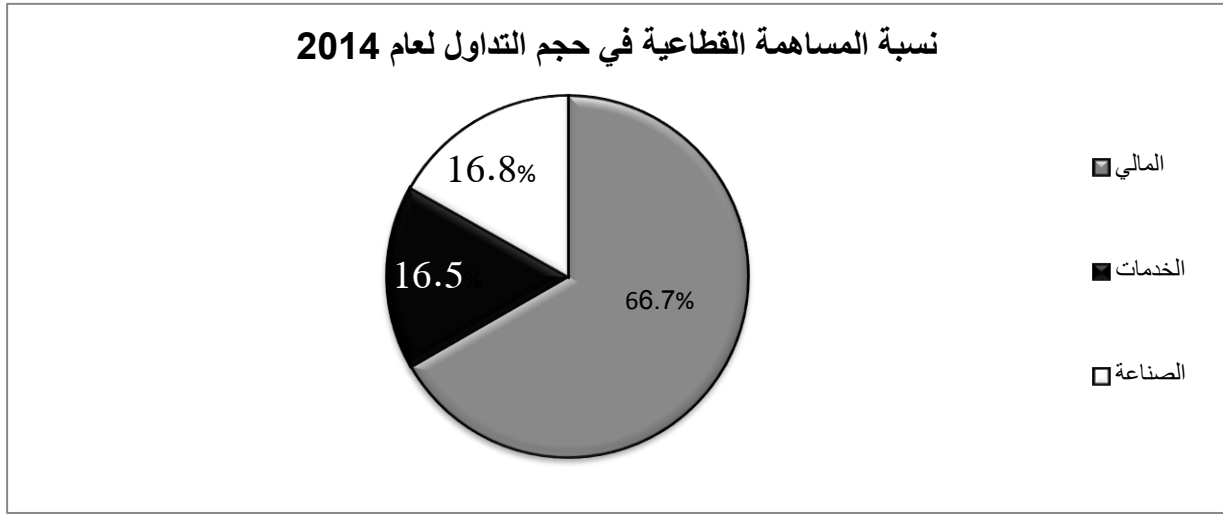
المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2013، ص 20، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

<https://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE>, 28/03/2018, 18 :34.

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2012، مرجع سابق، ص 20.

وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة وهذا ما يوضحه الشكل السابق أما من حيث أحجام التداول للقطاعات الفرعية فقد استحوذت قطاعات العقارات والبنوك والخدمات المالية المتنوعة والنقل والصناعات الاستخراجية والتعدينية على ما نسبته 69.5%، 67.6%، 60%، 3.1%، من حجم التداول الإجمالي في البورصة على التوالي.¹

الشكل 11: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2014



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2014، ص 22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

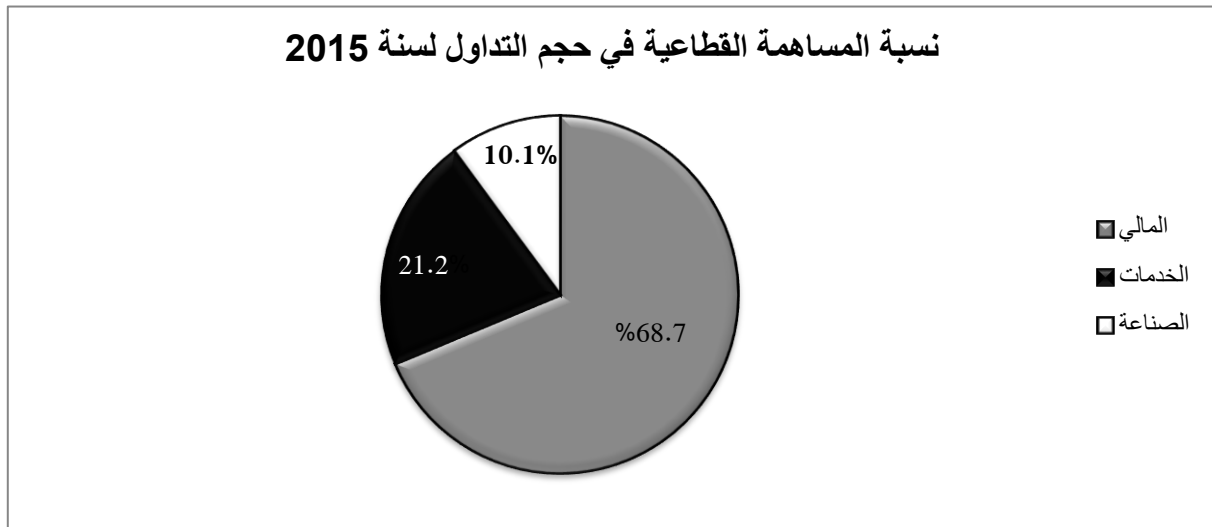
[/https://www.ase.com.jo/sites/default/files_28/03/2018_18_50](https://www.ase.com.jo/sites/default/files_28/03/2018_18_50)

و فيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى من حيث حجم التداول تلاه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، أما فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات و هذا مان لاحظته من خلال الشكل السابق، ومما يذكر بأن التداول في قطاع العقارات و الخدمات المالية المتنوعة و البنوك والصناعات الكهربية و الصناعات الاستخراجية والتعدينية استحوذ على ما نسبته 62.4%، 16.5%، 16.1%، 8.1%، 6.2% على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة.²

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2013، مرجع سابق، ص 21.

² التقرير السنوي لبورصة عمان 2014، مرجع سابق، ص 21

الشكل 12: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2015

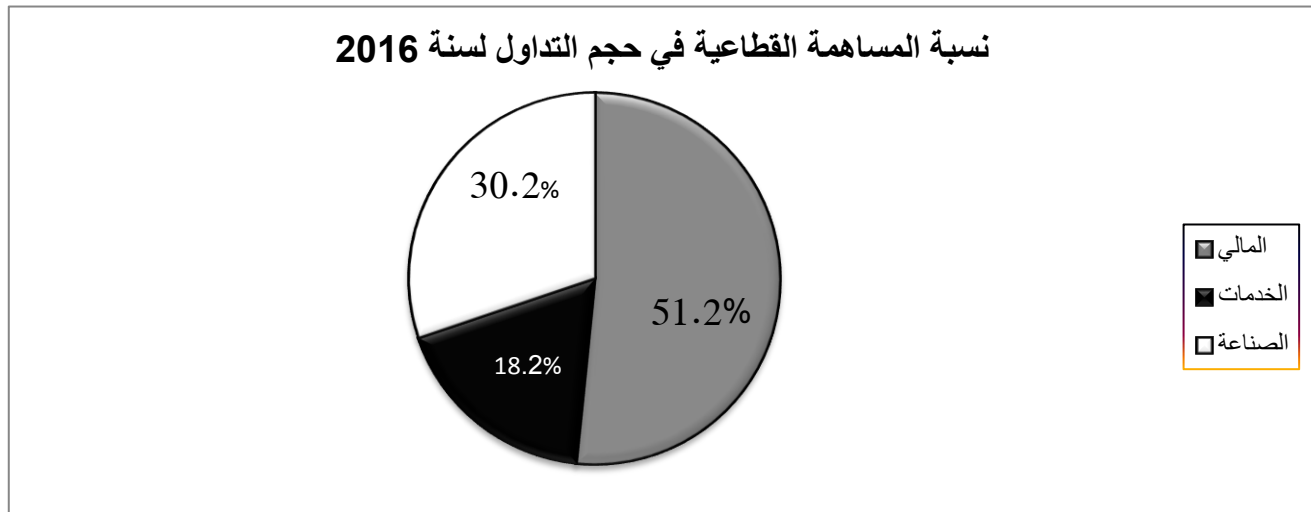


المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2015، ص22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

<https://www.ase.com.jo/sites/default/files>, 28/03/2018, 18 :48

- وفيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى يليه قطاع الخدمات ثم قطاع الصناعة، وهذا ما نلاحظه في الشكل السابق، أما من حيث أحجام التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذت على ما نسبته 36.3%، 21.1%، 10.2%، 9.2%، 5.8%، 3.2% على التوالي من حجم التداول الإجمالي في البورصة.¹

الشكل 13: نسبة المساهمة القطاعية في حجم التداول لسنة 2016



المصدر: التقرير السنوي لبورصة عمان 2016، ص22، على الموقع الإلكتروني وتاريخ الزيارة الآتيتين:

<https://www.ase.com.jo/sites/default/files>, 28/03/2018, 19 :15.

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2015، مرجع سابق، ص 21

فيما يتعلق بالتوزيع القطاعي لقيم التداول، فقد احتل القطاع المالي المرتبة الأولى تلاه قطاع الصناعة ثم قطاع الخدمات، وهذا ما يوضحه الشكل السابق، أما من حيث قيم التداول للقطاعات الفرعية، فقد استحوذت قطاع العقارات و البنوك و الخدمات المالية المتنوعة و التبغ و السجائر و النقل و الصناعات الاستخراجية و التعدين على ما نسبته 20.3%، 18.5%، 12.5%، 12.1%، 7.0%، 5.2%، على التوالي من قيمة التداول الإجمالية للبورصة.¹

نلاحظ من خلال الاشكال السابقة سيطرة القطاع المالي في حجم التداول وتميزت بالارتفاع من سنة لأخرى ويرجع ذلك للسياسة المصرفية التي اتخذها البنك المركزي الاردني، اضافة الى الاجراءات الالزامية التي تعمل على تنظيم عمل البنوك وتعزز دورها في تمويل النشاط الاقتصادي وضمان سلامة الجهاز المصرفي ومثابته، من خلال سلسلة من تخفيضات متتالية في أسعار الفائدة، اضافة إلى المساعدات الممنوحة لتدعيم البنوك.

وقد احتل قطاع الخدمات المرتبة الثانية حيث شهد استقرارا في أدائه وحافظ على مساهمته في معدل نمو الناتج المحلي وقد جاء هذا النمو مدفوعا بتواصل تحسن أداء قطاع الاتصالات والذي يشهد اتساعا كبيرا في خدمات الاتصالات و الإنترنت كما أن مساهمة قطاع خدمات المال والتأمين والعقارات والأعمال يعتبر من أكثر القطاعات مساهمة إضافة إلى قطاع التجارة والفنادق والمطاعم، رغم عدم استقرار قطاع النقل والخدمات الذي يعاني من تبعات عدم الاستقرار السياسي.

في حين شهد قطاع الصناعة في الأردن تراجعاً في أدائه من سنة لأخرى، مما أدى الى تراجع معدل النمو الناتج المحلي الاجمالي، ويعود ذلك لتراجع قطاع الصناعة الاستخراجية بسبب تراجع كميات انتاج كل من الفوسفات والبوتاس، ورغم نمو قطاع الصناعة التحويلية، الا أن مساهمته في معدل الناتج المحلي الاجمالي انخفضت، وذلك نتيجة لتأثره بعمق حالة عدم الاستقرار السياسي والامني لبعض الدول المجاورة وما نجم عنها من اغلاق للحدود مع سوريا والعراق وتراجع الصادرات لتلك الدول.

كما يمكن عرض ملخص لحركة مؤشر التداول للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2007-2016، وذلك من خلال الجدول التالي:

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2016، مرجع سابق، ص 21

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

جدول رقم 07: ملخص لحركة مؤشر حجم التداول للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2007-2016
الوحدة: مليون دينار أردني

قطاع الصناعة		قطاع الخدمات		القطاع المالي		
النسبة %	حجم التداول مليون ورقة	النسبة %	حجم التداول مليون ورقة	النسبة %	حجم التداول مليون ورقة	
15.77	1692769027	57.60	6183704677	26.28	2850488047	2007
25.70	4941515797	27.45	5277904373	46.84	9006007273	2008
13.74	125502933	20.13	1838844149	61.33	6040304741	2009
12.10	736782382	25.21	1534832064	62.69	3817007269	2010
18.13	50083436	20.50	566446986	61.37	1695428583	2011
19.82	38286787	20.82	402220684	59.36	1146820168	2012
15.96	387006252	16.67	404376698	67.37	1634155068	2013
17.24	376803820	16.79	366980076	65.97	1441716350	2014
-	-	-	-	-	-	2015
-	-	-	-	-	-	2016

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الحصاد السنوي لبورصة عمان 2007-2014.

- عدم توفر المعلومات من قبل الجهات المختصة، ممثلة في: 1- هيئة الأوراق المالية- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

جدول رقم 08: ملخص لحركة مؤشر الأسهم للقطاعات المشاركة في بورصة عمان من 2007-2016
الوحدة: مليون دينار أردني

قطاع المال		قطاع الخدمات		قطاع الصناعة		
الأسهم المتداولة مليون	النسبة %	الأسهم المتداولة مليون	النسبة %	الأسهم المتداولة مليون	النسبة %	
473997891	11.57	2725799021	66.94	89955063	21.95	2007
3036762655	70.26	1226134538	23.84	879347334	17.10	2008
3997919620	69.67	1206288034	21.06	524079492	9.15	2009
4645931986	70.26	1135510253	17.17	831094836	12.57	2010
2515786419	62.2	727297291	18.19	755531991	18.89	2011
1517301513	64.33	463219985	19.64	378095315	16.03	2012
1753446125	68.17	44843397	17.22	376058312		2013
1425381207	63.93	416836900	18.70	387322576		2014
-	-	-	-	-	-	2015
-	-	-	-	-	-	2016

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الحصاد السنوي لبورصة عمان 2007-2014.

- عدم توفر المعلومات من قبل الجهات المختصة، ممثلة في: 1- هيئة الأوراق المالية- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016.

أغلق مؤشر بورصة عمان نهاية عام 2014 على ارتفاع بنسبة 4.86% ليغلق 2165.46 نقطة بقيادة كل من القطاع المالي وقطاع الخدمات بينما أغلق قطاع الصناعة على انخفاض، فقد جاء القطاع المالي بالمركز الأول من حيث الارتفاع بنسبة 8.03% مغلقاً عند مستويات 292.90 نقطة ومن أهم القطاعات الداعمة لهذا الارتفاع كان قطاع البنوك الذي ارتفع بنسبة 10.32% مغلقاً عند مستويات 4286.5% نقطة، وفي المركز الثاني جاء قطاع الخدمات الذي ارتفع بنسبة 7.81% مغلقاً عند 1794.77 نقطة، أما في المركز الثالث والأخير فقد جاء قطاع الصناعة وهو القطاع الوحيد الذي أغلق على انخفاض بنسبة 5.75% مغلقاً عند 1255.02 نقطة ، أما خلال عامي 2015 و 2016 لم تتوفر أي معلومات من قبل الجهات المختصة والمتمثلة في هيئة الأوراق المالية وشركة المحفظة الوطنية للأوراق الوطنية و بورصة عمان¹.

ثالثاً: الخصخصة في الأردن.

بمرور الوقت و بتنامي دور القطاع الخاص في الحياة الاقتصادية و ازدياد الروح الريادية لدى قطاع كبير من رجال الأعمال و المستثمرين الأردنيين في الداخل و الخارج وازدياد الأعباء الاقتصادية والاجتماعية والتشريعية والتنظيمية للحكومة، حيث جاء توجه الحكومة نحو سياسية الخصخصة في مطلع الربع الأول من عام 1985 مستمداً من روح التكليف للحكومة آنذاك الذي حث على تشجيع القطاع الخاص ليأخذ دوره سواء في التنمية الاقتصادية في معظم القطاعات بما فيها الصحة و التعليم، أو تحقيق العدالة الاجتماعية، حيث جاءت عملية الخصخصة كجزء من خدمة اقتصادية متكاملة تبنتها الحكومة منذ بداية التسعينات في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي²، حيث يركز تنفيذ برنامج الخصخصة الأردني إلى أسس و منطلقات واضحة، حيث تم إعداد الاستراتيجية الوطنية للخصخصة التي تبنتها الحكومة و أقرتها السلطة التشريعية و التنفيذية عام 1999 حيث تضمنت هذه الاستراتيجية الأسس و المرتكزات الأساسية لبرنامج الخصخصة وقد إستند قانون الخصخصة رقم 25 لسنة 2000 على هذه الاستراتيجية بحيث نص القانون على ضرورة توفير الشفافية و العلنية في الإجراءات، كما حددت أهداف برنامج الخصخصة التي تلخص فيما يلي:³

- رفع كفاءة المشروعات وزيادة إنتاجيتها و قدرتها التنافسية
- تحفيز الادخار الخاصة وتوجيهها نحو الاستثمار
- اجتذاب الاستثمارات المحلية و العربية والدولية
- تخفيف العبء المالي عن الخزينة العامة.

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2014، ص 14، 15.

² حليلة عطية، مرجع سابق، ص 201.

³ حسام الدين الخدّاش، أثر الخصخصة على الأداء المالي للشركات الأردنية و إرتباط ذلك بنوع و حجم وتطور الشركة في السوق، قدمت هذه الرسالة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، 2010، ص 20.

- فقد كانت البداية الفعلية للخصخصة عن طريق بيع الأسهم في السوق المالي الأردني كانت في 1996 بحصيلة قدرها 11 شركة، و على الرغم من صغر حجم برنامج الخصخصة في الأردن مقارنة ببعض الدول الأخرى إلا أنه يعتبر من أنجح البرامج في الدول العربية نظرا للسرعة التي تم تنفيذه فقد قامت الحكومة خلال الفترة مابين عامي 1996 و 2000 بيع أسهمها في 21 شركة تمتلك 5% أو أقل من الأسهم و 12 شركة تمتلك فيها أكثر من 10% من الأسهم¹، ولقد بين تقرير تقييم التخاصية أن حصيلة عملية الخصخصة بلغت 5.2 مليار دينار منذ عام 1998 حتى عام 2012، بالإضافة إلا أن التقرير قد أظهر خزينة الدولة حققت إيرادات بلغت 3.5 مليار دينار منذ بداية برنامج التخاصية عام 1998، حتى نهاية عام 2012، مقارنة مع عوائد التخاصية التي بلغت 1.7 مليار دينار، ما يدل على أهمية العناية بالضرائب والرسوم في تحصيل إيرادات مستدامة للخرينة.²

المطلب الثاني: دور السوق الأولي في تمويل للاستثمار في الاردن

لمعرفة مدى مساهمة السوق المالي في عملية التمويل للاستثمارات لا بد من التطرق الى دور السوق الاولى أو سوق الاصدار باعتباره السبيل لتزويد الطالبين لرؤوس الاموال بالتمويل اللازم، ولقياس ذلك حاولنا دراسة نسبة مساهمة الاصدارات في السوق الاولى في عملية التمويل للاستثمارات الاجمالية في الاردن، لكن بسبب عدم توفر البيانات الاحصائية للاستثمار في الأردن لدينا، حيث لا يتم نشر هذه البيانات في الاحصائيات الأردنية، سيتم اعتماد بيانات الانتاج الاجمالي الكلي للأردن و معرفة علاقاتها بالإصدارات السنوية لبعض الاوراق المالية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية بداية لا بد من توضيح العلاقة بين الانتاج الاجمالي الكلي و الاستثمار .

الإنتاج الاجمالي الكلي = الاستثمار الاجمالي + الاستهلاك النهائي + (الصادرات - المستوردات)

فالعلاقة بين الناتج الاجمالي و بين الاستثمار الاجمالي هي علاقة طردية و خطية، فالزيادة في الاستثمار تنعكس بشكل خطي و طردي في الزيادة في الانتاج الاجمالي المحلي حسب المعادلة السابقة، و بما أن الاصدارات الجديدة في الأسهم و السندات و أدوات الخزينة هي زيادة في الاستثمار بشكل عام، فهي تؤدي بشكل مباشر إلى الزيادة في الناتج المحلي الاجمالي. والجدول التالي يوضح دور السوق الاولى في تمويل الاستثمار لفترة الدراسة.

¹ لجنة التنسيق العليا للأحزاب المعارضة الوطنية الأردنية، مداخلة بعنوان نتائج و آثار الأزمة المالية و الاقتصادية، المؤتمر الوطني للاقتصاد الوطني للإصلاح الإقتصادي و الاجتماعي، عمان في 2010/3/20.

² <http://www.jfrnews.com.jo/more-83267>، تاريخ الاطلاع يوم: 2018/04/9، 16:08.

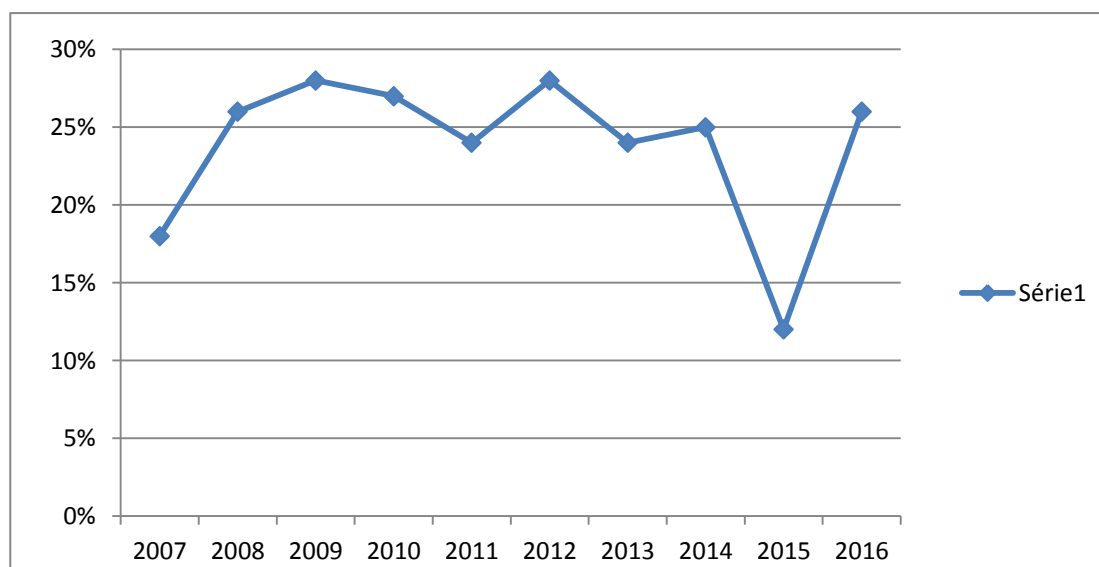
جدول رقم 09: دور السوق الأولي في تمويل للاستثمار في الاردن

الوحدة: مليون دينار أردني

السنوات	مبلغ الاصدار مليون دينار	الناتج المحلي الاجمالي مليون دينار	نسبة مساهمة تمويل الاستثمار الى الناتج المحلي الاجمالي
2007	2,242,9	12,131.4	18%
2008	4,078,9	15,593.4	26%
2009	4,798,5	16,912.2	28%
2010	5,122,8	18,762.0	27%
2011	5,086,9	20,476.5	24%
2012	6,237,5	21,965.5	28%
2013	5,800,8	23,851.6	24%
2014	6,370,0	25,437.1	25%
2015	3,428,0	26,637.4	12%
2016	7,338,4	27,444.8	26%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الحصاد السنوي لبورصة عمان 2007-2014.

الشكل رقم 14: دور السوق الأولي في تمويل للاستثمار في الاردن



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 09

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

يبين الشكل السابق الارتفاع والانخفاض في نسبة مساهمة اصدارات السوق الاولي في الناتج المحلي الاجمالي، حيث كانت نسبة المساهمة سنة 2007 تقدر بـ 18 % ، وبلغت اعلى قيمة لها سنة 2009 و 2012 بنسبة 28 %، في حين بلغت أدنى قيمة سنة 2015 بنسبة 12%، ثم ارتفعت الى 26% سنة 2016، ويرجع ذلك الى زيادة قيمة الاصدارات في أذونات والسندات الحكومية نتيجة ارتفاع مستوى الإنفاق العام على الإيرادات العامة للدولة خلال فترة الدراسة، وحدث فجوة مالية بين الإيرادات العامة والنفقات العامة حيث ذهب جزء كبير منها لتمويل العجز. فسندات الخزينة هي صاحبة التأثير الاكبر على الناتج المحلي الاجمالي.

حيث أنه وفيما يتعلق بالمديونية بشقيها الداخلي والخارجي ارتفع اجمالي الدين العام في نهاية عام 2016 ليصل الى 26.092.7 مليون دينار (95.1 % من الناتج)، وجاء هذا الارتفاع نتيجة لتمويل عجز الموازنة العامة والقروض المكفولة لكل من شركة الكهرباء الوطنية وسلطة المياه، فضلا عن استمرار تباطؤ النمو الاقتصادي، ومن الجدير بالذكر أن مديونية شركة الكهرباء الوطنية وسلطة المياه، قد حافظت على مستواها في نهاية عام 2015 والبالغ 6.7 مليار اردني، أما صافي الدين العام فقد بلغ في عام 2016 ما مقداره 24.079 مليون دينار (87.7 % من الناتج)¹.

فإذا استثنينا السندات الحكومية وأذونات الخزينة من قيمة الاصدارات الكلية على اعتبار أنها تمول العجز ولا تساهم في الناتج المحلي الاجمالي في الاردن نجد:

¹ التقرير السنوي للبنك المركزي الاردني لسنة 2016 ص: 3.

جدول 10: مساهمة الاسهم والسندات في الناتج المحلي الاجمالي:

السنة	السندات		الاسهم	الناتج المحلي الاجمالي (مليون دينار)	قيمة اصدارات السندات والاسهم	نسبة المساهمة في الناتج المحلي الاجمالي
	إسناد قرض	صكوك إسلامية				
2007	168.7	-	885,771,902	12,131.4	1054471902	9%
2008	141.8	-	827,957,704	15,593.4	969707704	6%
2009	151.8	-	317,321,922	16,912.2	469071922	3%
2010	93.7	-	119,281,271	18,762.0	213049441	11%
2011	38	-	136,671,251	20,476.5	174671251	0.8%
2012	101.2	-	144,825,273	21,965.5	246025273	1%
2013	81.5	-	45,979,161	23,851.6	127479161	0.5%
2014	86.7	-	65,818,338	25,437.1	152543338	0.5%
2015	92.5	-	40,545,362	26,637.4	133045362	0.4%
2016	166	109	178,242,008	27,444.8	453242008	1%

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول 10.

نلاحظ أن نسبة مساهمة الاسهم واسناد القرض الى الناتج المحلي الاجمالي لا تمثل الا نسبة ضئيلة جدا وصلت ادنى قيمة لها الى 0.4 % من الناتج المحلي الاجمالي سنة 2015 وبلغت أعلى نسبة لها سنة 2010 بـ 11% ويعود هذا الضعف للعديد من الاسباب السياسية والاقتصادية التي حدثت من دور سوق رأس المال. لان أداء الاقتصاد الأردني بقي منخفضا خلال فترة الدراسة في ظل تواصل عملية تصحيح أوضاع المالية العامة، كما نشير إلى أن معدلات النمو الاقتصادي في الاعوام التي تلت الربيع العربي خلال الفترة (2011-2016) تراجعت إلى ما متوسطه 2.6 % مقارنة مع ما متوسطه 6.6 % للأعوام (2005-2010) ويعكس هذا التراجع الحاد في النمو مدى تأثير الاوضاع غير المستقرة والنزاعات في المنطقة على الاردن، حيث أن الخدمات بقيت المحرك الرئيسي للنمو يعززها الأداء القوي لقطاع السياحة، دون أن يستعيد القطاع الصناعي زخمه، وعلى الصعيد المالي وعلى الرغم من برنامج الإصلاح المصحوب بتمويل من

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

برنامج التسهيل الائتماني الممدد لصندوق النقد الدولي فإن العجز المالي الاجمالي بلغ 6.4 % من الناتج المحلي الإجمالي، بسبب الركود في الإيرادات بعد نتائج اقتصادية جاءت أضعف من المتوقع، وكخلاصة يمكن القول أن الاصدارات أو الزيادة في الاستثمار في السوق الاولي الاردني لا تساهم بشكل كبير في الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي لا تساهم في تمويل الاستثمار الا بنسبة ضئيلة، ومنه فإن السوق المالي الاولي لبورصة عمان لا يلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية من حيث الضعف الذي يعاني منه في تمويل الاستثمارات والمساهمة في زيادة الناتج المحلي الاجمالي.

المطلب الثالث: حجم التداول في السوق الثانوي

يشير حجم التداول في السوق الثانوي إلى كتلة المدخرات الموجهة للاستثمار في بيع وشراء الأسواق المالية في هذا السوق مع الأخذ بعين الاعتبار معدل دوران الورقة المالية، وإزدياد حجم التداول بما يتناسب بشكل طردي مع قدرة السوق على جذب المدخرات و توجيهها نحو الاستثمارات الرباحة والمهمة في السوق، و يدل على حيوية السوق كذلك، والجدول التالي يوضح حجم تداول الأوراق المالية في سوق عمان وذلك خلال الفترة الممتدة من (2007-2016).

أولاً: أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

جدول 11: أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

الفترة	عدد الأسهم	نسبة %	حجم التداول	نسبة التغير %	عدد العقود	نسبة التغير %
2007	4,479,369,609	9.1	12.348.101.910	(13.1)	3,457,915	0.4
2008	5,442,267,689	21.5	20.318.014.547	64.5	3,780,934	9.3
2009	6,022,274,335	10.7	9.665.310.642	(52.4)	2,964,610	(21.6)
2010	6,988,858,431	16.0	6,689,987,155	(30.8)	1,880,219	(36.6)
2011	4,072,337,760	(41.7)	2,850,252,628	(57.4)	1,318,278	(29.9)
2012	2,384,058,415	(41.5)	1,978,813,878	(30.6)	975,016	(26.0)
2013	2,705,796,950	13.5	3,027,255,186	53.0	1,074,438	10.2
2014	2,321,802,789	(14.2)	2,263,404,594	(25.2)	955,987	(11.0)
2015	2,585,816,584	11.4	3,417,079,026	51.0	898,982	(6.0)
2016	1,836,711,983	(29.0)	2,329,466,130	(31.8)	786,156	(12.6)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان من 2007-2016.

يشير الجدول السابق إلى أن حجم التداول في البورصة يعكس الحالة الاقتصادية السائدة في البلد فكلما ازداد حجم التداول يكون الاقتصاد في حالة من النمو والنشاط، فمثلا خلال عام 2008 ارتفع حجم التداول بنسبة 64% في حين ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008 بنسبة 21.5% مقارنة مع عام 2007 بالإضافة إلى ارتفاع عدد العقود المنفذة بنسبة 9.3%، في حين إنخفض عدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2011 بنسبة 41.7% يقابلها انخفاض في حجم التداول بنسبة 57.4% كما انخفضت عدد العقود المنفذة خلال نفس الفترة بنسبة 29.9%، أما خلال عام 2013 فقد ارتفع حجم التداول بنسبة 53.0% مقارنة مع عام 2012 يقابلها زيادة في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 13.5%، كما ارتفع عدد العقود المنفذة بنسبة 10.6% مقارنة مع عام 2012، وخلال عام 2014 فقد انخفضت أحجام التداول بنسبة 25.2% مقارنة مع عام 2013، و انخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 14.2%، كما انخفضت عدد العقود المنفذة خلال عام 2014 بنسبة 11% مقارنة مع 2013، في حين ارتفعت قيمة التداول بنسبة 51% مقارنة مع 2014 و ارتفع عدد الأسهم المتداولة بنسبة 11.4% في حين انخفض عدد العقود المنفذة خلال عام 2015 بنسبة 6% مقارنة مع 2014، ومن الجدير بالذكر بأن قيمة التداول تتضمن عدد الصفقات التي تم تنفيذها خلال عام 2015 بقيمة 905 مليون دينار، و في عام 2016 انخفضت قيمة التداول إلى 2329.5 مليون دينار أردني أي بنسبة 31.8% مقارنة مع عام 2015، و انخفضت عدد الأسهم المتداولة بنسبة 29% كما انخفضت عدد العقود المنفذة خلال عام 2016 بنسبة 12 بالمئة مقارنة مع عام 2015. إن حجم تداول سوق الاسهم في السوق المالي الاردني يبقى ضعيفا مقارنة بأسواق المال الدول المجاورة، إذ أن نسبة التغير في حجم التداول لا تتزايد من سنة لأخرى بل تتخفف بنسب متفاوتة، وسبب هذا الانخفاض في حجم الاسهم المتداولة هو مرور النشاط الاقتصادي بنوع من الركود في سوق الاسهم لتراجع حجم تداول الاسهم في السوق الثانوية.

ثانيا: أحجام تداول سوق السندات في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

جدول 12: أحجام تداول سوق السندات في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

الفترة	عدد السندات المتداولة (سندا)	نسبة التغير %	قيمة السندات المتداولة) (دينار)	نسبة التغير %
2007	1,580	29.0	3,799,874	103.4
2008	417	(73.6)	605,819	(84.1)
2009	761	82.5	2,529,800	317.6
2010	140	(81.6)	140,075	(94.5)
2011	600	328.6	555,039	269.2
2012	0	-	0	-
2013	2,058	-	2,039,728	-
2014	20	(99.0)	20,000	(99.0)
2015	12	(40.0)	850,800	4154.0
2016	0	-	0	-

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان من 2007-2016.

بلغت قيمة السندات خلال عام 2008 نسبة 0.6 مليون دينار أردني بنسبة انخفاض 80.6% مقارنة مع عام 2007 و انخفض عدد السندات المتداولة إلى 0.4 ألف سند بانخفاض نسبته 73.6% مقارنة مع عام 2008، أما عام 2009 فقد ارتفعت نسبة التداول إلى 317.6% و مما أدى إلى ارتفاع عدد السندات من 417 سند إلى 761 سند مقارنة مع عام 2008 و بنسبة قدرت ب 82.5% ، وقد انخفضت نسبة السندات المتداولة مجددا خلال عام 2010 إلى غاية 92.5% مقارنة مع عام 2009 هذا ما أدى إلى انخفاض في عدد السندات من 761 ألف سند إلى 140 ألف سند مقارنة بعام 2009، و قد بلغ حجم التداول خلال عام 2011 قيمة 0.56 مليون دينار بنسبة ارتفاع 269.2% مقارنة مع عام 2010 و ارتفعت عدد السندات المتداولة من 140 ألف سند إلى 600 ألف سند و بارتفاع قدره 328.6% ، في حين لم يشهد سوق السندات خلال عام 2012 أي نشاط، في حين بلغ حجم التداول في سوق السندات 6 مليون ومما يجدر سوق السندات لم يشهد أي تداول خلال عام 2012، في حين بلغ حجم التداول في سوق السندات 0.02 مليون دينار لعام 2014 ، في حين بلغ حجم التداول في سوق السندات 2 مليون دينار خلال عام 2013، اما عام 2015 قد بلغ حجم التداول في سوق السندات 0.85 مليون دينار مقارنة مع 0.02 مليون دينار وأخذت هذه النسبة في الانخفاض بقيمة 40%، في حين لم يشهد السوق أي نشاط خلال عام 2016. يمكن القول أن سوق عمان يساهم بمستوى منخفض في عملية جذب الادخار وتمويل الاستثمار في المملكة الاردنية الهاشمية.

المطلب الرابع: مؤشرات أداء السوق المالي العماني

أولاً: مؤشر حجم السوق

أ- مؤشر عدد الشركات المدرجة

يبين هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية و يمكن توضيح تطور مؤشر عدد الشركات في الجدول التالي:

جدول رقم 13: مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2016

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
عدد الشركات المدرجة	245	262	272	277	247	243	242	236	228	224

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة 2007-2016.

شهد عام 2008 على تأسيس من شركات المساهمة العامة مما أدى إلى ارتفاع في عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى 262 شركة مقابل 245 شركة مدرجة بنهاية 2007، حيث تم إدراج 17 شركة جديدة حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولي 126 شركة من مجموع الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان لسنة 2008، في حين بلغ عددها في السوق الثانوي 126 شركة ، بالإضافة إلى ارتفاع رؤوس أموال الشركات المدرجة من 6.4 مليار دينار مقارنة مع 5.4 مليار لنهاية 2007م وجاءت هذه الزيادة لارتفاع عدد الشركات المدرجة وقيام عدد كبير من الشركات القائمة بزيادة رؤوس أموالها¹، حيث كان النصيب الأكبر للقطاع المالي ب 7 شركات مدرجة يليه قطاع الخدمات ب 4 شركات ويلية قطاع الصناعة حيث تم فيه إدراج شركة واحدة.²

فيما يخص عام 2009 فقد ارتفع عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 272 شركة موزعة ب 119 شركة في السوق الأول و 153 شركة في السوق الثاني حيث ساهم هذا الارتفاع في زيادة رؤوس أموال هذه الشركات على 6.7 مليار دينار مقارنة مع 6.4 مليار دينار في نهاية 2008، حيث جاءت هذه الزيادة نتيجة قيام 13 شركة مدرجة خلال عام 2009 بزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب الخاص المساهمين للشركة³، حيث احتل القطاع المالي الدرجة ب 5 شركات تلاه قطاع الخدمات ب 3 شركات وتبعه في ذلك قطاع الصناعة التي أدرجت فيه 3 شركات جديدة.⁴

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2008، مرجع سابق، ص 21.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2008، ص 13.

³ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2009، مرجع سابق، ص 26.

⁴ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2009، ص 15.

أما في عام 2010 نجد أن عدد الشركات المدرجة في البورصة قد ارتفع إلى 277 شركة ب 112 شركة في السوق الأول، فيما بلغ عددها في السوق الثاني ب 165 شركة، كما ارتفعت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى 7 مليار دينار سهم مقارنة ب 6.7 مليار دينار في نهاية 2009 حيث جاءت هذه الزيادة نتيجة إدراج خمس شركات جديدة خلال 2010 فضلا عن قيام مجموعة من الشركات المدرجة بزيادة رؤوس أموالها خلال نفس العام بطرق مختلفة.¹

في حين بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان 247 شركة بنهاية عام 2011 مقابل 277 شركة مدرجة بنهاية عام 2010 حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولي 90 شركة فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الثانوي 152 شركة، كما انخفضت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى نحو 6.90 مليار دينار/للسهم بنهاية العام 2011 مقارنة مع نحو 7 مليار دينار للسهم بنهاية عام 2010 حيث جاء هذا الانخفاض بشكل رئيسي نتيجة لإلغاء إدراج 32 شركة خلال عام 2011 وذلك بعد تعديل تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.²

كما نلاحظ انخفاض عدد الشركات المدرجة لسنة 2012 مقارنة بسنة 2011 حيث وصل عدد الشركات المدرجة 243 شركة مقابل 247 شركة مدرجة بنهاية 2012 نتيجة إلغاء 5 شركات وذلك تبعا لأحكام تعليمات الإدراج للأوراق المالية.³

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال عام 2013 ما يعادل 240 شركة مقابل 243 شركة مدرجة بنهاية عام 2012 حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولي 62 شركة و 139 شركة مدرجة في السوق الثانوي فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الثالث 39 شركة كما ارتفعت رؤوس الأموال الشركات المدرجة بمقدار ضئيل إلى نحو 7.6 مليار دينار/ للسهم بنهاية عام 2013 مقارنة مع نحو 7.1 مليار دينار/للسهم بنهاية 2012.⁴

سجلت بورصة عمان خلال عام 2014 ما يقدر ب 236 شركة مدرجة مقابل 240 شركة مدرجة في نهاية 2013، حيث تم تقسيمها ما بين السوق الأولي بما يقدر ب 60 شركة مدرجة و 140 شركة مدرجة ضمن السوق الثاني أما في السوق الثالث فقد بلغت عدد الشركات المدرجة 36 شركة مدرجة، كما انخفضت رؤوس أموال الشركات المدرجة إلى نحو 7 مليار دينار/للسهم مقارنة مع نحو 7.2 مليار دينار / للسهم بنهاية عام 2013.⁵

في عام 2015 فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة 228 شركة بنهاية عام 2015 مقابل 236 شركة مدرجة بنهاية عام 2014، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولي 72 شركة و عدد

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان 2010، مرجع سابق، ص26.

² التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2011، مرجع سابق، ص27.

³ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2012، مرجع سابق، ص25.

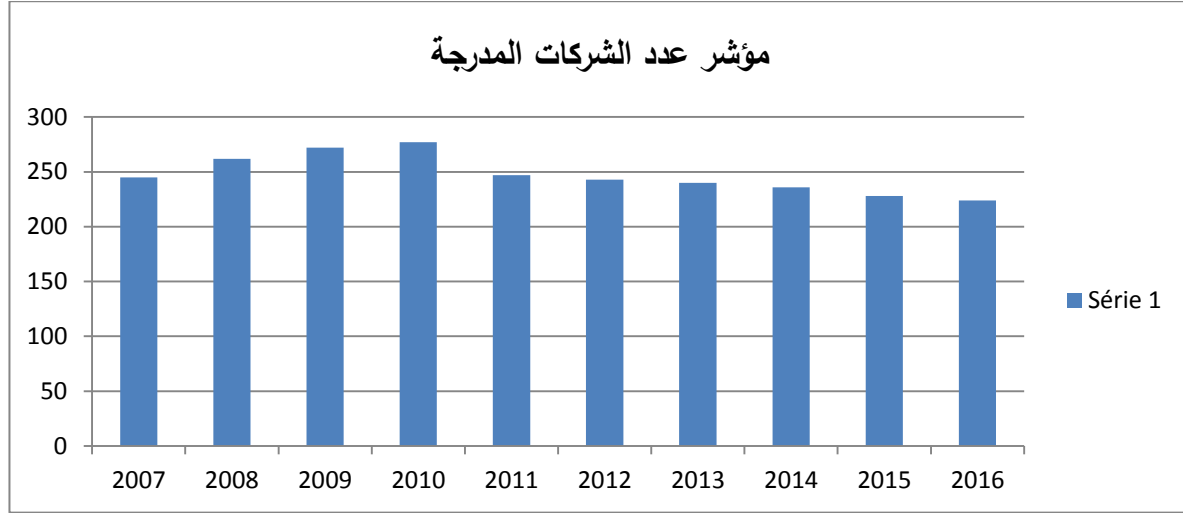
⁴ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2013، مرجع سابق، ص26.

⁵ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2014، مرجع سابق، ص27.

الشركات المدرجة في السوق الثاني 117 شركة فيما بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الثالث 39 شركة و مما يذكر بأن رؤوس أموال الشركات المدرجة في البورصة انخفضت إلى نحو 6.7 مليار دينار/ للسهم بنهاية العام 2015 مقارنة مع نحو 7 مليار دينار/ للسهم بنهاية عام 2014.¹

اما فيما يخص عام 2016 فقد وصل عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان إلى 224 شركة بنهاية 2016 مقابل 228 شركة مدرجة بنهاية عام 2015 حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأولي 75 شركة و 113 شركة مدرجة في السوق الثانوي في حين بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الثالث 36 شركة مدرجة، و مما يذكر بأن صافي رؤوس أموال الشركة المدرجة في البورصة ارتفعت إلى نحو 6.8 مليار دينار/ سهم بنهاية 2016 مقارنة مع نحو 6.7 مليار دينار/ للسهم بنهاية عام 2015.²

شكل 15: تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة الممتدة 2007-2016.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن هناك ارتفاع مستمر في مؤشر عدد الشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة من 2007-2010 وجاء هذا لارتفاع نتيجة استقرار البيئة السياسية للمنطقة بالإضافة إلى وجود عوامل عديدة شجعت مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية على الدخول فيها من بينها التنظيم التي تشهده البورصة والشفافية، لكن البورصة شهدت تراجع وانخفاض ملحوظ في عدد الشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2016 و ذلك نتيجة تطبيق تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية و المتعلق بتقسيم الشركات المساهمة في البورصة إلى 3 أقسام رئيسية.

¹ التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2015، مرجع سابق، ص 26.

² التقرير السنوي لبورصة عمان لسنة 2016، مرجع سابق، ص

جدول رقم 14: مساهمة القطاعات في أداء الشركات المدرجة خلال الفترة 2007-2016

قطاع السنة	الشركات الربحية			الشركات الخاسرة		
	قطاع مالي	قطاع خدمات	قطاع الصناعة	قطاع مالي	قطاع خدمات	قطاع الصناعي
2007	-	-	-	-	-	-
2008	24	17	16	84	37	53
2009	35	25	22	78	28	45
2010	31	19	23	79	37	44
2011	27	15	21	82	39	45
2012	36	18	33	65	36	34
2013	63	28	35	35	22	28
2014	45	21	30	44	26	31
2015	-	-	-	-	-	-
2016	-	-	-	-	-	-

من إعداد الطالبين بالاعتماد على المعلومات الواردة في الحصاد السنوي من 2008-2014.

- عدم توفر المعلومات من قبل الجهات المختصة، ممثلة في: 1- هيئة الأوراق المالية- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016

من خلال الجدول السابق نلاحظ ارتفاع عدد الشركات التي حققت ربح في جميع القطاعات خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 46 ولكن معظم الشركات التي حققت هذا الربح تنتمي بالدرجة الأولى إلى القطاع المالي و الذي يضك كل من: البنوك، الخدمات المالية المتنوعة، التأمين، لكن رغم هذا نلاحظ أن عدد الشركات التي حققت خسارة أكبر من تلك التي حققت ربح في مختلف قطاعات المساهمة داخل البورصة.

* تنفيذ الصفقات

جدول رقم 15: أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2008.

إسم الشركة	معدل السعر (دينار)	عدد الأسهم (بالمليون)	حجم التداول بالمليون دينار
مناجم الفوسفات الأردنية	41.37	3.307	158.734
البنك العربي	21.34	8.266	130.921
مجمع الشرق الأوسط	2.61	39.195	99.98
المستثمرون العرب المتحدون	2.53	33.11	85.82
الشرق العربي للاستثمارات العقارية	11.5	5.72	65.777
التجمعات الاستثمارية المتخصصة	9.11	5.318	49.398

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2008، ص 18.

- حيث تم خلال عام 2008 تنفيذ 570 صفقة خارج أوقات التداول على 85 شركة مدرجة في البورصة بإجمالي عدد أسهم وصل إلى 283 سهم، وقد بلغ حجم الصفقات 1.07 مليار دينار.¹

جدول رقم 16: أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2009.

إسم الشركة	معدل السعر (بالدينار)	عدد الصفقات	عدد الأسهم بالمليون	حجم التداول بالمليون
الأهلية للمشاريع	2.41	93	47.63	114.67
أموال أنفست	1.44	41	37.48	53.81
البنك العربي	13.85	3	3.78	52.42
بنك المال الأردني	1.63	10	21.27	34.73
العربية للإستثمارات المالية	2.64	17	12.77	33.76
البنك الإسلامي الأردني	3.87	6	7.17	27.72

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2009، ص 18.

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2008، ص 18.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

حيث تم تنفيذ 325 صفقة على 54 من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بإجمالي عدد أسهم عدد أسهم وصل إلى 290 مليون سهم، وقد بلغ حجم هذه الصفقات 530.9 مليون دينار تقريباً.¹

جدول رقم 17: أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2010.

إسم الشركة	معدل السعر (بالدينار)	عدد الصفقات	عدد الأسهم بالمليون سهم	حجم التداول بالمليون دينار
الأهلية للمشاريع	2.13	217	95.97	204.89
البنك العربي	10.95	5	9.24	101.14
بنك سوسي يتيه جنرال الأردن	1.42	2	24.22	34.40
بنك الأردن	2.47	6	10.87	20.90
مجمع الشرق الأوسط للصناعات	0.80	27	26.05	20.90
العربية الأردنية للتأمين	1.13	10	18.10	50.54

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2010، ص 11.

في حين تم من خلال سنة 2010 تنفيذ 430 صفقة على 47 من أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان بإجمالي عدد أسهم وصل إلى 376 مليون سهم، وقد بلغ حجم هذه الصفقات 601.3 مليون دينار تقريباً.²

جدول رقم 18: أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2013.

إسم الشركة	معدل السعر (بالدينار)	عدد الصفقات	عدد الأسهم بالمليون سهم	حجم التداول بالمليون دينار
البنك العربي	-	6	70.35	513.46
المال الأردني	-	4	31.25	39.06
بنك الإتحاد	-	10	12.04	19.10

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، ص 11.

بلغ عدد الصفقات خلال عام 2013 مجموعة 47 صفقة بإجمالي عدد أسهم 133.4 مليون سهم، و بإجمالي حجم تداول بلغ 601.71 مليون دينار، وقد حقق البنك العربي أعلى حجم تداول بقيمة 513.76

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2009، ص 18.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2010، ص 11.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

مليون دينار تمت من خلال 6 صفقات خلال العام و بعدد أسهم 70.35 مليون سهم، تلاه في المرتبة الثانية بنك المال الاردني بحجم تداول بلغ 39.06 مليون دينار بعدد صفقات بلغت 4 صفقات وبعده أسهم 31.25 مليون سهم، و في المركز الثالث جاء بنك الاتحاد بعدد 10 صفقات بحجم تداول بلغ 19.10 مليون دينار وعدد أسهم بلغ 12.04 مليون سهم.¹

جدول رقم 19: أبرز الصفقات التي تمت خلال عام 2014.

إسم الشركة	معدل السعر (بالدينار)	عدد الصفقات	عدد الأسهم بالمليون سهم	حجم التداول بالمليون دينار
البنك الأهلي	-	5	16.49	19.46
الأردن ديكابوس	-	4	26.58	13.47
المال الأردني	-	1	5	8.50

المصدر: شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2014، ص16.

بلغ عدد الصفقات خلال عام 2014 ما مجموعه 38 صفقة بإجمالي عدد أسهم 92.16 مليون سهم، و بإجمالي حجم تداول بلغ 77.75 و قد حقق سهم البنك الأهلي أعلى حجم تداول بقيمة 19.46 تمت من خلال 5 صفقات و بعدد أسهم 16.49 مليون سهم، تلاه في المركز الثاني سهم الأردن ديكابوس للأملاك بحجم تداول بلغ 13.47 مليون دينار تمت من خلال 4 صفقات وبعده أسهم بلغ 26.58 مليون سهم، تلاه في المرتبة الثالثة سهم بنك المال الأردني بحجم تداول بلغ 8.50 مليون دينار بعدد صفقات بلغت صفقة واحدة وبعده 5 مليون سهم.²

ب- مؤشر القيمة السوقية:

يكمل هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة حيث أن عدد الشركات المدرجة يتماشى مع القيمة السوقية و لمجموع الأسهم المتداولة حيث يعبر هذا المؤشر عن مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط إغلاقها في نهاية المدة أي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق التي تعكس البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية المحيطة يعد مؤشر القيمة السوقية المرآة العاكسة لمستوى نشاط السوق فارتفاع المؤشر يدل على اتساع حجم السوق وعليه سنقدم توضيح حول تطور مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016 و ذلك من خلال الجدول التالي:

¹ شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2013، ص16.

² شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث و الدراسات، الحصاد السنوي لسنة 2014، ص16.

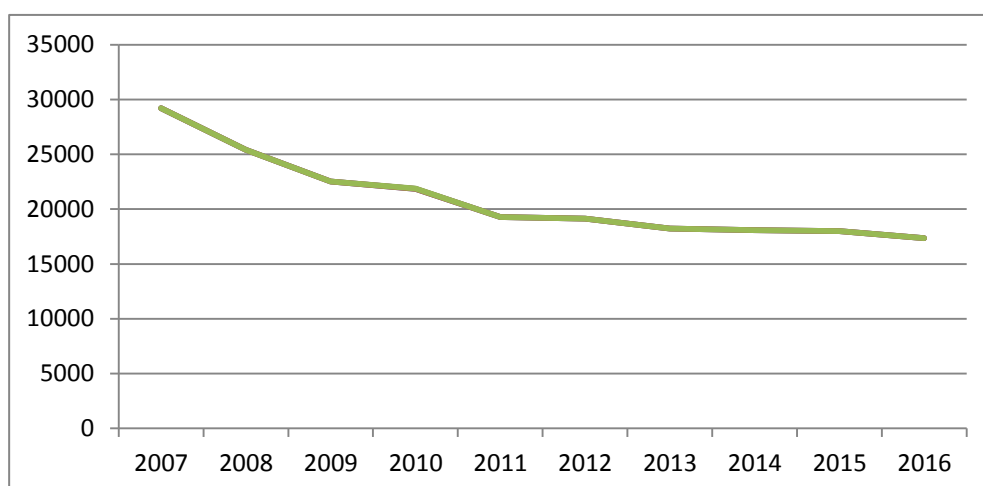
جدول 20: تطور مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

مليون دينار

السنوات	مؤشر القيمة السوقية
2007	29,214.2
2008	25,406.3
2009	22,526.
2010	21,858.2
2011	19,272.8
2012	19,141.5
2013	18,233.5
2014	18,082.6
2015	17,984.7
2016	17,339.4

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2007-2016.

شكل 16: مؤشر القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 20.

من خلال الشكل السابق نلاحظ انخفاض القيمة السوقية للأسهم المدرجة لبورصة من 29214.2 مليون دينار إلى 17339.4 مليون دينار خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، كما نلاحظ أيضا أن نسبة القيمة السوقية قد انخفضت من 13.97% إلى 8.29% خلال نفس الفترة وذلك نتيجة تصحيح الأسعار الذي لجأت اليه السلطات في هذا البلد نتيجة الارتفاع المستمر في مؤشرات السوق بالإضافة إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 التي بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تراجعت أسعار الأسهم في معظم أسواق العالم بنسب كبيرة لا تتجاوز 80%، ثورة الربيع العربي

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

سنة 2010 الذي أدى بعزوف المستثمرين عن شراء الأوراق المالية داخل البورصة، تراجع أسهم كبرى شركات قطاع الصناعات الاستخراجية و التعدينية.

- جدول رقم 21: القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا.

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2007	18921.5	4090.6	6202.1	29214.2
2008	15500.6	3629.6	6276.1	24506.3
2009	12559	3877	6091	22527
2010	11742	3735	6381	21858
2011	9847	3481	5944	19273
2012	9584	3398	6159	19142
2013	10562	3276	4395	18233
2014	11.001	3389	3654	17985
2015	11132	3199	3654	17985
2016	11065	2744	3531	17339

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2007-2016

من خلال الجدول نلاحظ أن القطاع المالي يستحوذ ما نسبته 50% إلى أكثر من 60 % في القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2016 ، حيث يمكن إرجاع سبب سيطرة القطاع المالي إلى ضخامة رؤوس الأموال و كذلك القيمة السوقية للشركات المنتسبة بالإضافة إلى ارتفاع قيمة التداول التي تشهدها أوراقها خلال الفترة المدروسة، أما النسب المتبقية فتقسم بين قطاع الصناعة و الخدمات.

ج- معدل الرسملة البورصية

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق رأس المال على تعبئة الموارد المالية و توجيهها نحو الاستثمار ، أي توجيه المدخرات إلى المؤسسات المعتمدة في السوق و التي تستثمر مواردها، و يعكس الجدول التالي تطور معدل رسملة البورصة خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، وذلك من خلال المعطيات المعتمدة على التقارير السنوية لبورصة عمان و البنك المركز الأردني.

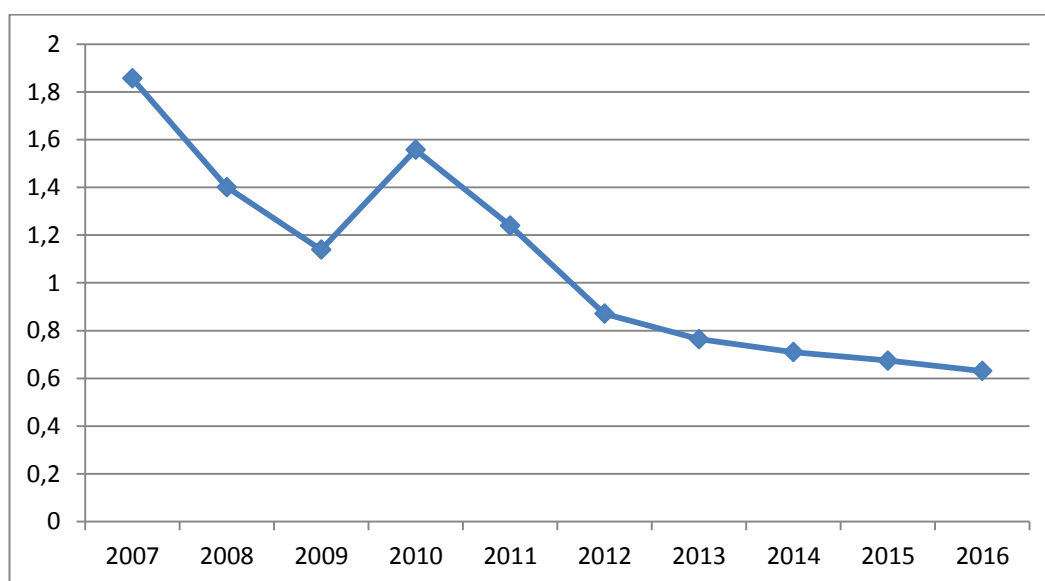
$$\text{معدل الرسملة البورصية} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

جدول 22: رسملة البورصة في الأردن خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

السنوات	القيمة السوقية	الناتج المحلي بأسعار السوق	معدل الرسملة البورسية
2007	22,526.9	12,131.4	1.856
2008	21,858.2	15,593.4	1.401
2009	19,272.8	16,912.2	1.139
2010	29,214.2	18,762.0	1.557
2011	25,406.3	20,476.5	1.240
2012	19,141.5	21,965.5	0.871
2013	18,233.5	23,851.6	0.764
2014	18,082.6	25,437.1	0.710
2015	17,984.7	26,637.4	0.674
2016	17,339.4	27,444.8	0.631

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير السنوية لبورصة عمان و البنك المركزي الأردني خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

شكل 17: رسملة البورصة في الأردن خلال الفترة الممتدة من 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 22.

من خلال الجدول و الشكل السابقين نلاحظ انخفاض معدل الرسملة البورسية من 1.865 إلى 0.631 خلال الفترة الممتدة من 2007-2016 ويعكس انخفاض هذا المؤشر إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي و مدى اعتماد الاردن على التمويل عن طريق القروض بدل اللجوء الى إصدار الأوراق المالية لذا بات من الضروري قيام السلطات المختصة في بورصة عمان السعي إلى زيادة معدلات الرسملة البورسية من خلال تسهيلات عمليات الادراج للشركات المستوفية للشروط مع منح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

ثانيا: مؤشر سيولة السوق: هي تقاس بمؤشرين وهما: حجم التداول و معدل الدوران.

أ- تطور مؤشر حجم التداول خلال الفترة (2007 - 2016)

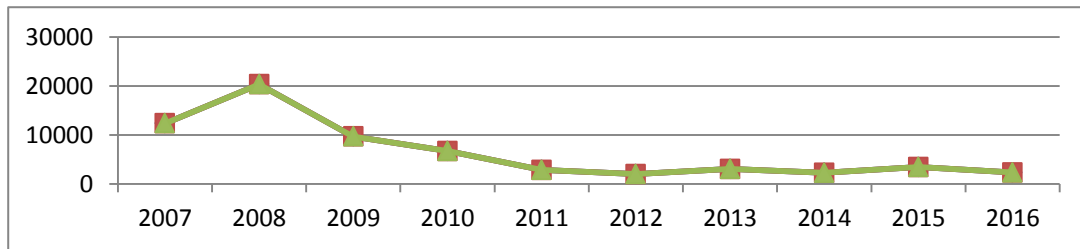
يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق خلال فترة زمنية معينة، وعادة ما يقاس بحجم الأسهم أو وحدات السلع التي تم تداولها في فترة زمنية محددة سواء كان أسبوعا أو شهرا أو غير ذلك، ويمكن أن يقاس حجم التداول لبعض السلع أو الأسهم بقيمة التداول على هذه السلعة أو هذا السهم خلال فترة زمنية معينة يوما أو أسبوعا أو شهرا، ويمكن توضيح تطور مؤشر حجم التداول لبورصة عمان خلال هذه الفترة كما هو مبين في الجدول الشكل التالي:

الجدول رقم 23: مؤشر حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016

السنوات	مؤشر حجم التداول مليون دينار
2007	12,348.1
2008	20,318.0
2009	9,665.3
2010	6,690.0
2011	2,850.3
2012	1,978.8
2013	3,027.3
2014	2,263.4
2015	3,417.1
2016	2,329.5

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2016

شكل 18: مؤشر حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 23.

من خلال الشكل التالي يتضح أنها هناك انخفاض في قيمة حجم التداول في بورصة عمان من 123481.1 مليون دينار إلى 2329.5 خلال الفترة 2007 إلى 2016، كما نلاحظ أن نسبة حجم التداول قد انخفضت من 13.97% خلال سنة 2007 إلى 8.29% سنة 2016، غير أن استمرار تأثر الأسواق العربية و الدولية بالأزمة العالمية يجعل من عامل نقص السيولة يأتي في مقدمة تراجع أداء البورصة و انخفاض حجم التداول، بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية على الصعيدين العربي و العالمي

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

جدول 24: أحجام التداول القطاعية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007 - 2016.

الفترة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2007	8,779,234,370	1,657,992,661	1,910,874,879	12,348,101,910
2008	9,638,936,814	5,422,241,866	5,256,835,871	20,318,014,551
2009	6,363,773,746	2,030,846,061	1,270,692,520	9,665,312,327
2010	4,174,112,697	1,744,663,490	771,210,968	6,689,987,155
2011	1,757,351,376	576,006,319	516,894,934	2,850,252,629
2012	1,189,542,872	408,120,453	385,377,323	1,978,813,879
2013	2,221,449,153	373,463,671	397,685,580	3,027,255,186
2014	1,510,846,421	373,463,671	379,094,502	2,263,404,594
2015	2,347,790,662	723,462,452	345,825,912	3,417,079,026
2016	1,202,107,859	423,639,322	703,718,949	2,329,466,130

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة الممتدة 2007-2016.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ هيمنة القطاع المالي على باقي القطاعات الأخرى من حيث مشاركته في حجم التداول قطاعيا خلال الفترة من 2007-2016 و لكن هذه النسبة انخفضت من 71.09% إلى 51.60% خلال نفس الفترة وفي المقابل ارتفعت هذه النسبة في قطاع الخدمات من 13.44% إلى 18.86%، كما نلاحظ أن هذه النسبة رغم ضئالتها إلا أنها أيضا في قطاع الصناعة من 15.44% خلال سنة 2007 إلى 29.54% سنة 2016 .

جدول 25: المعدل اليومي لحجم التداول لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007 - 2016

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المعدل	50.0	82.9	38.8	26.8	11.5	7.9	12.4	9.1	13.9	9.5

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة الممتدة 2007-2016.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن بورصة عمان قد حققت نسبة 50.9 مليون دينار حيث ارتفع هذا المعدل من 50 إلى 82.9 خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2008 لتبدأ بعدها سلسلة التراجعات بمعدلات طفيفة حيث انخفضت من 82.9 مليون دينار إلى 9.5 مليون دينار من عام 2008 إلى 2016.

ب- معدل دوران الأسهم

يعد معدل الدوران من أهم المؤشرات التي تفيد في معرفة مدى سيولة السوق و مستوى التكاليف لإتمام الصفقات و المعاملات بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة على القيمة السوقية وبالتالي فهو يعتمد على قيم أحجام التداول، بالإضافة يكون لهذا المؤشر أهمية كبيرة خاصة إذا ما تم ربطه بمؤشرات قطاعية ويوضح الشكل التالي تطور مؤشر معدل دوران الأسهم خلال الفترة الممتدة من سنة 2007 إلى سنة 2016 كالآتي:

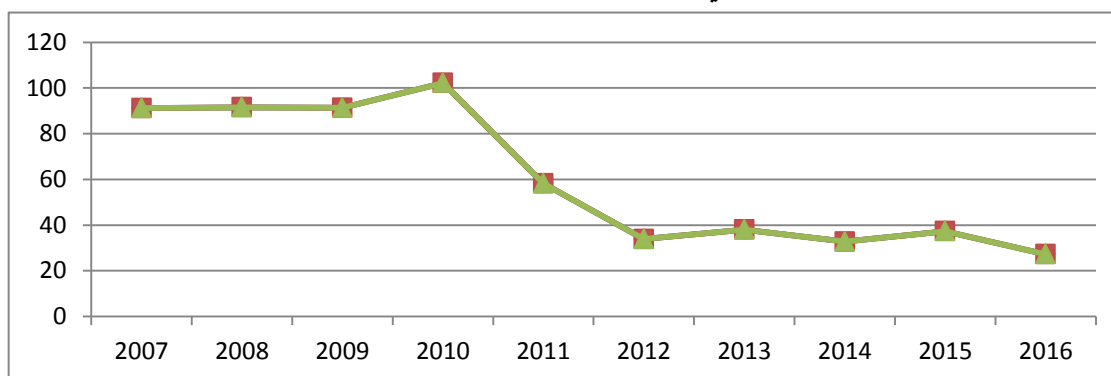
جدول 26: مؤشر معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016

الوحدة: نسبة مئوية

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
مؤشر	91.2	91.5	91.3	102.2	58.2	33.9	38.0	32.8	37.2	27.2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

شكل 19: مؤشر معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 26.

من خلال الشكل التالي يتضح أن هناك انخفاض في معدل دوران الأسهم من 91.2 إلى 27.2 من سنة 2007 إلى غاية سنة 2016، وبالتالي يؤدي إلى انخفاض نسبة دوران الأسهم من 13.97% إلى 8.29% خلال نفس الفترة و ذلك انعكاسا للأوضاع الاقتصادية التي عانت منها الدولة نتيجة تداعيات الربيع العربي و الاضطرابات السياسية التي مازالت تلقي بظلالها على الاقتصاد الأردني.

- مساهمة القطاعات في معدل دوران الأسهم المدرجة في بورصة عمان:

جدول 27: مساهمة القطاعات في معدل دوران الأسهم المدرجة لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2007-2016.
الوحدة: نسبة مئوية %

	القطاع المالي %	القطاع الخدماتي %	القطاع الصناعي %
2007	92.9	34.3	102.1
2008	89.1	101.2	87.4
2009	10.37	115.1	47.1
2010	117.6	79.7	76.7
2011	59.6	46.4	68.5
2012	35.4	28.6	34.4
2013	42.9	34.3	26.9
2014	34.0	26	40.4
2015	40	30.5	36
2016	25.3	25.6	38.2

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن هناك تفاوت في نسبة التي يساهم فيها كل قطاع في معدل دوران الأسهم المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016 حيث نلاحظ انخفاض مساهمة القطاع المالي في المؤشر من 92.9% خلال سنة 2007 إلى 25.3% خلال سنة 2016 كما نلاحظ أن هناك انخفاض في القطاع الخدماتي من 34.4% إلى 25.6% خلال نفس الفترة بالإضافة إلى القطاع الصناعي الذي انخفضت نسبة مساهمته في المؤشر من 102.1% إلى 38.2% خلال نفس فترة الدراسة .

ثالثاً: مؤشر بورصة عمان

1- التعريف بالمؤشر العام لبورصة عمان

في إطار وضع قيمة عددية تساعد المستثمرين في فهم حركة أسعار الأسهم داخل بورصة عمان، تم اقتراح إدراج مؤشر dow-jonesASE 100 ليفي بالغرض المطلوب ويقدم صورة كافية عن تحركات أسعار البورصة بطريقة حرة إستناداً إلى قانون العرض و الطلب، ففي فبراير 2008 تم إطلاق مؤشر جديد لبورصة عمان بالمملكة الأردنية تحت إسم dow-jonesASE 100 ، يحتوي على عدد أكبر من الأسهم وهو 100 سهم مسجلة في بورصة عمان على أساس حجم التداول بالسوق، وقد صمم مؤشر داوجونز بورصة عمان 100 لتلبية الطلب على الأدوات المالية المبنية على المؤشرات في بورصة عمان، ليحل المؤشر العام الحالي ASE و الذي يقيس أداء البورصة ومن المتوقع أن يزيد مؤشر داوجونز بورصة عمان 100 من شفافية ووضوح أداء البورصة عمان بالنسبة للمتعاملين على المستويات المحلية والإقليمية

والدولية من خلال تطبيق منهجية مؤشرات داوجونز المعروفة والمستخدمه على نطاق واسع والذي يشتمل على 100 على جميع الشركات المحلية و المدرجة في بورصة عمان، فيما يتم إستثناء الشركات التي تشكل أقل من 1% من القيمة الاسمية الإجمالية للبورصة، و يتكون المؤشر من أكبر 100 شركة من الشركات التي استوفت الشروط من حيث القيمة السوقية في المؤشر الجديد، و حدد وزن مؤشر داوجونز بورصة عمان 100 بالقيمة السوقية للأسهم الحرة بينما تحدد أوزان الأسهم الفردية بنسبة 10% كحد أقصى بهدف منع هيمنة الأسهم الفردية على المؤشر وبناء على ذلك فإن أكبر خمس شركات من حيث القيمة السوقية للأسهم الحرة: البنك العربي ، بنك الإسكان للتجارة و التمويل....إلخ، وتتم مراجعة مؤشر داو جونز بورصة عمان 100 الذي يحسب بالدولار الأمريكي و الدينار الأردني دورياً في آذار و حزيران و أيلول و كانون الأول، أما الأسهم التي تحذف من المؤشر خلال الفترة الفاصلة من المراجعة الفصلية فسيتم استبدالها في تاريخ المراجعة التالي¹، وبالتالي يسمى المؤشر العام لبورصة عمان بالرقم القياسي و تعد الأرقام القياسية من المؤشرات الهامة التي تساعد المستثمرين في تحديد الاتجاه العام لأسعار الأسهم وقياس التغيرات التي تطرأ خلال فترة معينة مع أخرى².

بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1980 باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وتم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة، وقد تم تغيير قيمة الأساس الى 1000 نقطة اعتباراً من بداية عام 2004. علماً بأنه إضافة الى الرقم القياسي العام يتم احتساب أرقام قياسية لكافة القطاعات وهي: قطاع البنوك والشركات المالية، التأمين، الخدمات والصناعة، وبعد دراسات إحصائية مكثفة، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة)، تم تغييره الى 1000 اعتباراً من بداية عام 2004. ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة من خمسين شركة ممثلة للسوق تم زيادتها الى ستين شركة في عام 1994 والى سبعين شركة في عام 2001 والى 100 شركة في العام 2007، واختيار هذه العينة فقد تم اعتماد خمسة معايير تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها حيث تمثل هذه المعايير: القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة، حيث يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناءً على آخر أسعار إغلاق متوفرة للشركات التي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي. ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، يتم مراجعة العينة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة بحيث تضاف الشركات النشيطة الى العينة ويتم سحب الشركات غير النشيطة، ويمكن إجراء

¹ حليلة عطية، مرجع سابق، ص 222-223.

² مناصرية خولة، مرجع سابق، ص 295.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات. يتم إجراء التعديلات اللازمة على الأرقام القياسية وذلك لاستبعاد اثر أي تغيرات ناجمة عن عوامل غير التغير في حركة أسعار الأسهم وذلك لكي تعكس الأرقام القياسية التغيرات في أسعار الأسهم فقط¹.

2- تطور المؤشرات العامة لبورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

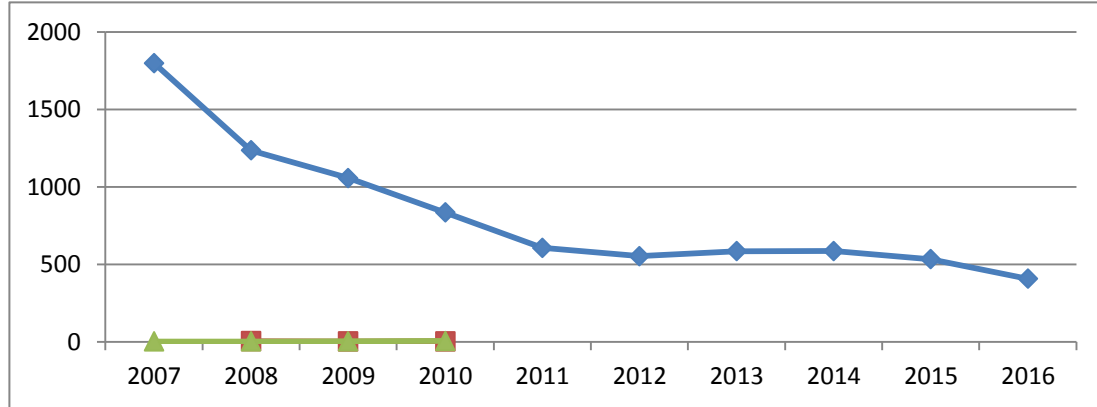
أ- تطور مؤشر الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.
جدول 28: تطور مؤشر الرقم القياسي لأسعار غير المرجح لأسعار الأسهم خلال الفترة الممتدة من

2007-2016 (نقطة)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المؤشر	1798.1	1235.5	1057	834.4	606.8	552.3	585.1	585.8	533.3	406.9

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2016.

شكل 20: تطور المؤشر العام لسعر السهم غير المرجح خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 28.

من خلال الجدول و الشكل السابقين نلاحظ أن المؤشر العام لسعر السهم غير المرجح قد سجل انخفاضا من 1798.1 نقطة إلى 406.9 نقطة خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2016، حيث انخفضت نسبة المؤشر من 21.94% إلى 4.96%.

¹ https://www.ase.com.jo/ar/node/820 ، 2018/04/13 ، 22:45.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

ب- الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا (غير المرجح) خلال الفترة الممتدة من 2007-2016
جدول 29: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا (غير المرجح) خلال الفترة الممتدة من 2007-2016

القطاع	بنوك	تأمين	خدمات	صناعة	الرقم القياسي
2007	4887.6	4004.7	749.8	749.8	1798.1
2008	3896.3	2859.8	548.8	548.8	1235.5
2009	3328.7	2795.5	495.3	495.3	1056.1
2010	3660.1	1276.7	442.0	442.0	834.4
2011	3251.7	930.9	341.0	341.0	606.8
2012	3119.5	640.8	299.6	299.6	552.3
2013	3516.2	634.9	307.4	307.4	585.1
2014	3667.7	749.1	320.0	320.0	585.8
2015	3651.5	765.2	270.7	270.7	533.3
2016	3837.7	751.2	226.4	226.4	493.2

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2016.

3- نلاحظ من خلال الجدول انخفاض قيمة مساهمة مختلف القطاعات داخل المؤشر من 1798.1 نقطة إلى 493.2 نقطة، حيث انخفضت نسبة المساهمة من 21.71% إلى 5.95% خلال نفس الفترة.

ج- تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة (2007-2016)

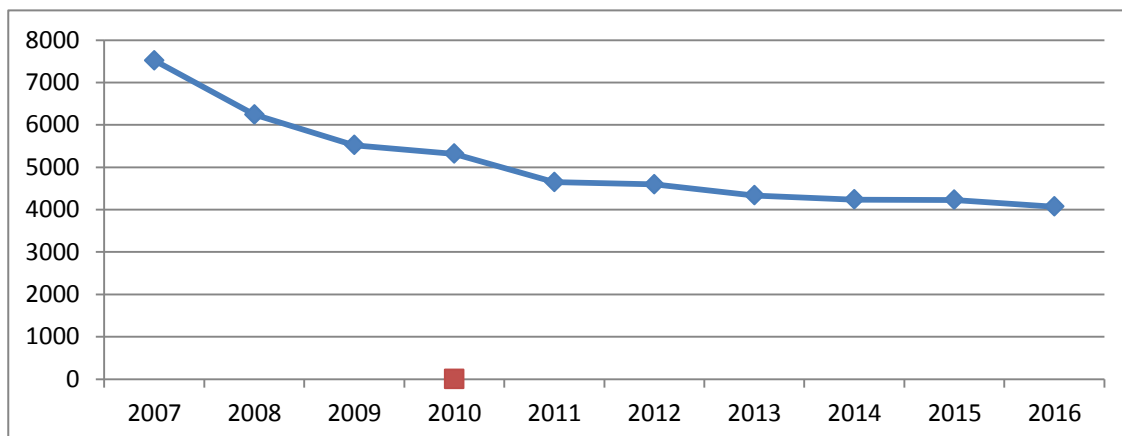
4- جدول 30: تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة

2016-2007

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المؤشر	7519.3	6243.1	5520.1	5318	4648.4	4593.9	4336.7	4237.6	4229.9	4069.7

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2016

شكل 21: تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية خلال الفترة 2007-2016.



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 30.

من خلال الجدول و الشكل السابقين نلاحظ انخفاض قيمة المؤشر من 7519.3 نقطة إلى 4069.7 نقطة خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، حيث انخفضت نسبة المؤشر من 14.82% إلى 8.02%، نتيجة تداعيات أزمة الرهن العقاري سنة 2008 بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية التي عانت منها الأردن مثل الربيع العربي و الذي كان له تأثير على أداء البورصة.

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالقيمة السوقية خلال الفترة 2007-2016.

جدول 31: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالقيمة السوقية خلال الفترة 2007-2016.

القطاع	الصناعة	البنوك	الخدمات	التأمين	الرقم القياسي
2007	4565.6	13886.7	2740.3	4900.4	7519.3
2008	4560.1	11380.1	1865.6	3821.3	6243.1
2009	4563.2	9360.80	1700.6	3943.6	5520.1
2010	4841.7	8848.3	1506.4	2103.5	5318.0
2011	4427.4	7542.3	1302.1	1703.7	4648.4
2012	4606.4	7297.4	1240.4	1251.0	4593.9
2013	3210.4	8035.2	1255.1	1214.1	4336.7
2014	2691.3	8373.0	1211.2	1337.7	4237.6
2015	2731.2	8463.7	1141.0	1369.6	4229.9
2016	2648.7	8444.5	954.5	1385.4	4069.7

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض قيمة مساهمة مختلف القطاعات داخل المؤشر من 7519.3 نقطة إلى 4069.7 نقطة، حيث انخفضت نسبة المساهمة من 7.62% إلى 4.12%. خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

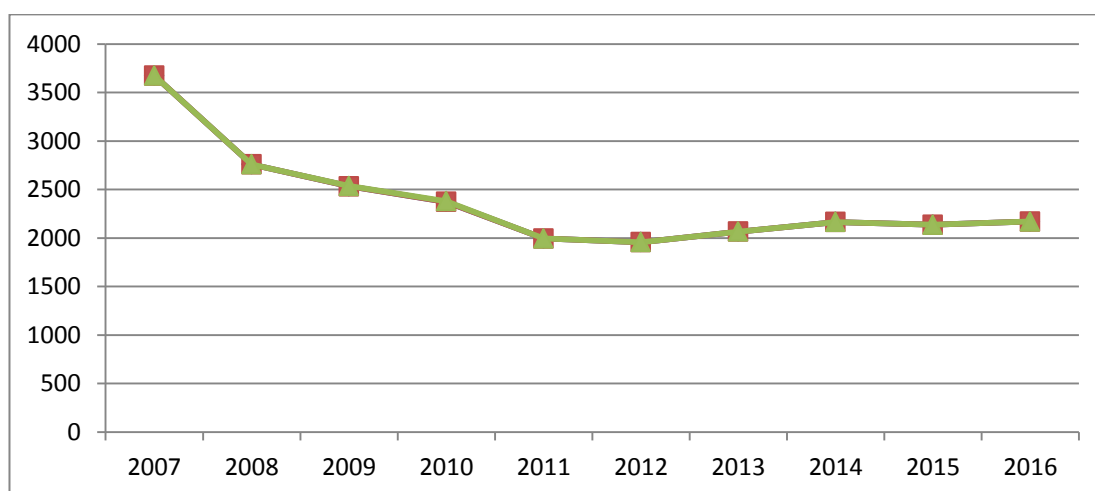
د- تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة (2007-2016)

جدول 32: تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة 2007-2016

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المؤشر	3675	2758.4	2533.5	2373.6	1995.1	1957.6	2065.8	2165.5	2136.3	2170.3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة 2007-2016.

شكل 22: تطور المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 32.

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض قيمة المؤشر العام لسعر السهم المرجح بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة 2007-2016 من 3675.0 نقطة إلى 2170.3 نقطة، حيث انخفضت نسبة المؤشر من 1.69% إلى 1% خلال نفس الفترة.

- الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالأسهم الحرة خلال الفترة 2007-2016.

جدول 33: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا و مرجحا بالأسهم الحرة خلال الفترة 2007-2016.

القطاع	الصناعة	الخدمات	المالي	الرقم القياسي العالم
2007	3097.7	2460.3	5131.0	36750
2008	2736.0	2025.6	3609.1	2758.4
2009	2738.8	2107.9	3026.8	2533.5
2010	2576.6	1897.2	2911.7	2373.6
2011	2149.9	1693.7	2443.9	1995.1
2012	2176.6	1651.1	2363.6	1957.6
2013	1964.9	1664.8	2703.9	2065.8
2014	1852.0	1794.8	2920.9	2165.5
2015	1848.8	1726.7	2906.2	2136.3
2016	2093.0	1604.7	2933.2	2170.3

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي الأردني خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

نلاحظ من خلال الجدول انخفاض قيمة مساهمة مختلف القطاعات داخل المؤشر من 36750 نقطة إلى 2170.3 نقطة، حيث انخفضت نسبة المساهمة من 7.88% إلى 4.65%. خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

الفصل الثاني: السوق المالي العماني كأداة فعالة في تمويل الإستثمار خلال الفترة (2007-2016)

هـ- مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

يوضح الجدول التالي ترتيب المساهمات القطاعية في أداء البورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016 من حيث الارتفاع والانخفاض في قيمة المؤشر العام للبورصة.

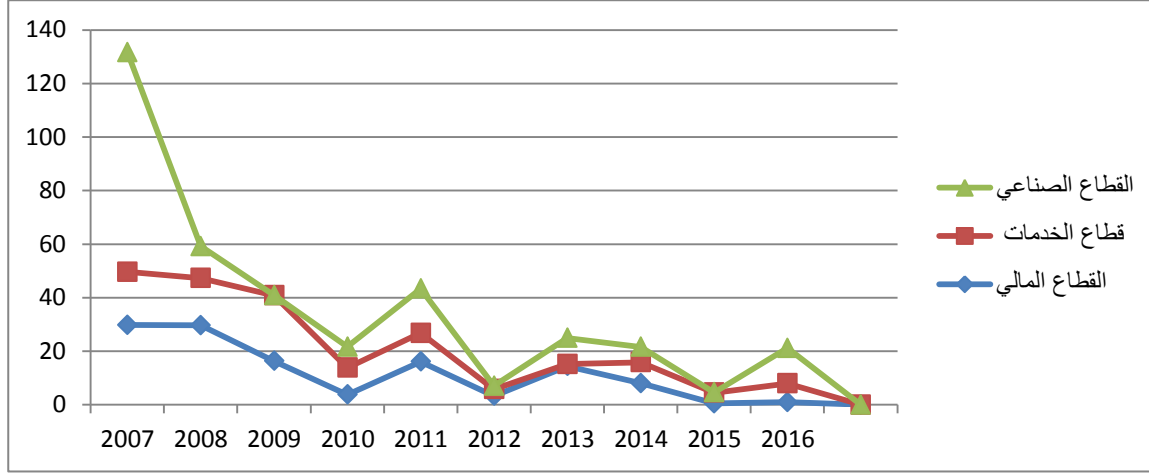
جدول 34: مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض خلال الفترة 2007-2016.

نقطة

السنة	القطاع المالي			القطاع الخدماتي			القطاع الصناعي		
	مقدار الارتفاع أو الانخفاض	النسبة المئوية %	ترتيب	مقدار الارتفاع أو الانخفاض	النسبة المئوية %	ترتيب	مقدار الارتفاع أو الانخفاض	النسبة المئوية %	ترتيب
2007	13886.7	29.8	2	2740.3	19.84	3	45655.5	82	1
2008	1521.87	29.66	1	1434.76	17.67	2	361.63	11.86	3
2009	3026.82	16.33	2	3618.35	24.5	1	2738.83	0.10	3
2010	110.64	3.8	3	1879	10	1	162.23	7.83	2
2011	77.53	16.07	2	181.5	10.72	3	365.02	16.56	1
2012	297.27	3.28	1	41.61	2.52	2	26.99	1.24	حقق هبوط
2013	292.90	14.39	1	138.18	0.83	2	190.99	9.72	حقق صعود
2014	292.90	8.03	1	1794.17	7.81	2	1252.2	5.75	3
2015	2906.17	0.5	2	1726.73	3.97	1	1848.84	0.17	3
2016	2933.21	0.95	2	1604.67	7	1	2092.99	13.21	3

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على المعلومات الواردة في الحصاد السنوي خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

شكل 23: مساهمة القطاعات الرئيسية في أداء المؤشر العام بالارتفاع أو الانخفاض خلال الفترة الممتدة من 2007-2016



المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على برنامج EXCEL و معطيات الجدول رقم 34.

من خلال الجدول و الشكل السابقين يمكن استنتاج أن مساهمة القطاعات في أداء المؤشر العام خلال فترة الدراسة في انخفاض مستمر حيث انخفضت مساهمة القطاع المالي داخل المؤشر من 133886.7 نقطة إلى 2933.21 نقطة أي من 29.8% إلى 0.92% خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، و في المقابل انخفضت هذه النسبة فيما يخص قطاع الخدمات من 19.84% إلى 7% خلال نفس الفترة ، كما نلاحظ أيضا انخفاض قيمتها فيما يخص القطاع الصناعي و التي انخفضت من 82% سنة 2007 إلى 13.21% سنة 2016.

ظهرت بورصة عمان بوجه شاحب في معظم مؤشرات الأداء، ويعود هذا إلى تبعات الأزمة المالية العالمية و ذلك للعلاقات الخارجية من جهة والسياسات المتبعة في مواجهتها من جهة أخرى كذلك أزمة المديونية الخارجية التي عانت منها المملكة والتي كان لها الدور الكبير في ركود السوق المالي إضافة إلى قيام الحكومة العتيدة باتخاذ اجراءات بفرض حزما من الضرائب ، بحيث ان هذه الإجراءات الضريبية المتوقعة تهدف لدعم وتغطية تكاليف النفقات التي اشتملت عليها مشاريع الموازنة. والذي تبرره الحكومة إلى تقادي الآثار السلبية الكبيرة على الاقتصاد الاردني وذلك مرده الى تداعيات اللجوء السوري في البلاد التي لم يتم التعامل معها على اسس موضوعية اقتصادية وسياسية منذ البداية، من أجل تغطية تكاليف النفقات المتزايدة ولمنع الإضرار بالاقتصاد .

خلاصة الفصل الثاني

يهدف الفصل إلى دراسة ما مدى إمكانية وقدره السوق المالي الأردني في تلبية الحاجيات الاستثمارية لمختلف المشاريع القائمة في المملكة الأردنية حيث قمنا باستعراض نبذة مختصرة عن سوق الأوراق المالية الأردني والذي اتضح من خلاله مدى الاهتمام الكبير الذي حظي به السوق من طرف المعنيين بشؤون المال و الاستثمار الذين عملوا على إجراء تصليحات على صعيد بنيته الإدارية و التنظيمية تتسجم بشكل كبير مع البيئة الاستثمارية في المملكة من جهة وتعمل على جذب رؤوس الأموال المحلية الأجنبية وتحقيق الأهداف المسطرة من جهة أخرى، ويهدف هذا الفصل الى الكشف عن مدى امكانية الاستفادة من راس المال الفائض واستثماره في مختلف الوحدات الاقتصادية، اي البحث عن امكانية تمويلها في بورصة عمان من خلال التطرق الى السوق الاولی وأداء السوق الثانوي واتباع مؤشرات الاداء للسوق المالي وقد توصلنا إلى النتائج التالية :

- اتصف السوق الاولی أو سوق الاصدار بضيق معاملاته، حيث كان اصدار السندات منخفض من طرف المؤسسات الخاصة.
- الاصدارات أو الزيادة في الاستثمار في السوق الاولی الاردني لا تساهم بشكل كبير في الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي لا تساهم في تمويل الاستثمار الا بنسبة ضئيلة، ومنه فإن السوق المالي الاولی لبورصة عمان لا يلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية من حيث الضعف الذي يعاني منه في تمويل الاستثمارات والمساهمة في زيادة الناتج المحلي الاجمالي.
- يمكن القول أن سوق عمان يساهم بمستوى منخفض في عملية جذب الادخار وتمويل الاستثمار في المملكة الاردنية الهاشمية.
- سجلت مؤشرات أداء السوق المالي العماني من بينها عدد الشركات المدرجة التي تتوجه إلى هذه السوق لتلبية احتياجاتها الاستثمارية أن زيادة عدد هذه الشركات يدل على مدى كفاءة البورصة و هذا ما حققته البورصة فعلا خلال الفترة الممتدة من 2007-2011 ، لكن تعليمات الإدراج الجديدة الخاصة بالأوراق لمالية و المقررة من قبل هيئة الأوراق المالية كان لها انعكاس سلبي على معدل نمو الشركات حيث انخفضت بشكل كبير خلال الفتر الممتدة من 2011-2016.
- سجلت مختلف المؤشرات العامة و الفرعية للبورصة انخفاضاً كبيراً خلال فترة الدراسة حيث إحتل القطاع المالي المرتبة الأولى من بين القطاعات التي ساهمت بشكل كبير في أداء البورصة داخل المؤشرات المدروسة و في نفس الوقت سجلت انخفاض كبيراً في قيمة المساهمة خلال نفس الفترة.

وبالتالي يمكن التوصل إلى أن البورصة لم تحقق ما هو مرغوب فيه كوسيلة تمويل فعالة خلال الفترة الممتدة من 2007-2016، وقد يكون هذا راجع إلى أزمة المديونية الخارجية التي عانت منها الدولة و التي كان لها الدور الكبير في ركود السوق الأولي حيث اعتمدت الدولة بشكل كبير على إصدار أذونات و سندات لتغطية عجز الميزانية في حين اقتصرَت عملية إصدار الأسهم بنقل ملكية الشركات من مستثمر إلى آخر بالإضافة إلى الآثار السلبية التي خلفتها الأزمة المالية التي أدت إلى ضعف الدور التي تؤديه السوق الأردني في تمويل استثمارات المملكة.

خاتمة عامة

خاتمة عامة.

أصبحت الأسواق المالية تحظى بمكانة كبيرة في الاقتصاديات المعاصرة، وهي تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه الذي تقوم به، حيث تعمل على حشد و تعبئة المدخرات، وتوفير السيولة للمدخرين والمستثمرين، كذلك تخصيص رؤوس الأموال نحو الاستثمار المحلي في كافة مجالات النشاط الاقتصادي، وبالتالي تساعد على رفع معدلات النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية الاقتصادية، ونظرا لأهميتها الكبيرة قامت معظم الدول العربية بإنشاء أسواق رأس مال خدمة لاقتصادها والبحث الدائم لتطويرها من خلال الإصلاحات التي أقامتها، غير ان هذه الإصلاحات لم تصل إلى الحد المرغوب فيه، حيث مازالت معظم اسواق الدول العربية تتشابه فيما بينها من خلال ضعف الاطر التشريعية، التنظيمية وضيق نطاق السوق وضعف التنوع في الأوراق المالية، الامر الذي أدى بها الى عدم قدرتها على تمويل الاستثمارات او على جذب المدخرين و المستثمرين بالشكل المطلوب، وعلى هذا الأساس قامت الحكومة الأردنية بإنشاء سوق عمان المالي للأوراق المالية طبقا لأحكام القانون رقم 3 لسنة 1976 بوصفه مؤسسة عامة لها شخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وقد ظل سوق عمان للأوراق المالية يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية أثمرت بإنشاء بورصة عمان للأوراق المالية في سنة 1999، وقد حاولت السلطات الأردنية تطوير السوق وتنمية مؤسساته وبنيته التحتية، غير أن ذلك التطوير لم يكن كافيا لوحده لتحقيق الهدف المنشود، إذ تطلب الأمر تدخل الحكومة من خلال سياستها وتطويع أدواتها للتأثير على أداء سوق الأوراق المالية الأردني، رغم كل هذا لايزال دورها ضئيلا جدا حيث لم ترقى إلى المستوى المطلوب مقارنة بالدول الأخرى.

النتائج العامة

نتائج اختبار الفرضيات:

- يعتبر سوق رأس المال أحد القنوات الهامة لإحداث التوازن وتحقيق التنمية الاقتصادية، فهي تمثل القناة التي تتسابق فيها الأموال من أفراد ومؤسسات وقطاعات في المجتمع إلى أفراد و قطاعات أخرى، حيث تعتبر جهاز تمويلي تقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في مختلف القيم والأدوات المالية التي تتم عن طريق السوق الأولية من خلال عملية اصدار الأوراق المالية، وقد تبين ذلك من خلال الاستعراض الوصفي و التحليلي للإطار النظري للدراسة أنه من شأن سوق رأس المال التي يتم تشغيلها بكفاءة المساهمة في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدة نواحي تتمثل في توفير القدر الكافي من التمويل اللازم للاستثمارات الأكثر إنتاجية، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى.
- من خلال دراسة واقع السوق الاولي والثانوي لبورصة عمان للأوراق المالية، وتحليل مؤشرات تطور وأداء السوق، تبين أن مساهمة السوق المالي الاردني في تمويل الاستثمارات ضعيفة جدا، ولا تمثل الا نسبة ضئيلة من الناتج المحلي الاجمالي، فدوره التمويلي لا يزال متواضعا في الاقتصاد الاردني، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الثانية.

نتائج الدراسة:

- رغم التأثيرات التي تعرض لها سوق عمان للأوراق المالية منها الأزمة العالمية (الرهن العقاري 2008)، والتي أثرت داخليا و خارجيا وكذا السياسية والاقتصادية التي مرت بها الأردن خلال هذه الحقبة، ونتيجة عدم الاستقرار في بعض الدول العربية وتعمق الأزمة المالية في منطقة اليورو و الثورات العربية التي شهدتها المنطقة أثرت سلبا على الاقتصاد الأردني و السوق المالي من خلال انخفاض حجم السوق، حجم التداول الحقيقي والقيمة السوقية وكذا معدل دوران الأسهم بالإضافة إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق، ليكون عام 2013 الاستثناء الوحيد من سنوات الدراسة و الذي حمل معه بوادر من الأمل نتيجة لتحسن مؤشرات الأداء في بورصة عمان ولترجع عجز الميزانية وتحسن ميزان المدفوعات من جهة أخرى و نجحت بتحقيق أول ارتفاع لها و بلغت 5.53 % وبحجم تداول إجمالي 2.4 مليار دينار بعدما سيطر الهبوط على تداولات السوق عام 2008 ولغاية 2012، ثم عرف السوق المالي العماني تدهورا كبيرا خلال الفترة 2014 الى 2016؛

- قامت بورصة عمان بإدخال خدمة التداول عن بعد التي توفر لشركات السمسرة امكانية اتمام الصفقات من مكاتبها دون أن يضطر مندوبها للانتقال إلى السوق، ومن جهة أخرى توفر هذه الخدمة فرصة لأكثر عدد من المستثمرين و المهتمين للتداول للأوراق المالية بغض النظر عن موقعهم الجغرافي مما يساهم في زيادة اعداد المتعاملين في بورصة عمان وزيادة إقبالهم على التداول؛

- يعتبر السوق الأولي لبورصة عمان سوق سندات نظرا لزيادة الأعباء الداخلية للحكومة الأردنية؛
- لعل من أهم الوظائف الأساسية لسوق المال الكفئ هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر، ويعكس واقع بورصة عمان في حجم سيولتها ويظهر ذلك في انخفاض حجم التداول بها سواء التعاملات اليومية أو السنوية، كذلك انخفاض عدد أيام التداول، فضلا عن انخفاض معدل دوران الأسهم؛

- يقوم نشاط سوق عمان المالي على تداول أدوات مالية طويلة الأجل سواء في شكلها التقليدي الذي رافق ظهورها كالأسهم و السندات وهذا الذي يشجع على الاستثمار ويمنح عدة مزايا للمتعاملين إذ يسمح لهم باختيارات عديدة وفق مصالحهم و اتجاهاتهم، الأمر الذي يزيد من فعالية ومرونة الأسواق المالية باعتبارها مصدر تمويلي كفيل بالربط بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات ذات العجز المالي من جهة ولفشل سياسية الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي من جهة أخرى وذلك بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية و إحداث تنمية اقتصادية.

- عند احتساب مؤشر عدد الشركات المدرجة نلاحظ أن هناك ارتفاع في المؤشر حيث ارتفع عدد الشركات المدرجة من 245 شركة خلال سنة 2007 إلى 277 سنة 2010، وجاء هذا الارتفاع نتيجة استقرار البيئة السياسية للمنطقة بالإضافة إلى وجود عوامل عديدة شجعت مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير

المصرفية على الدخول فيها من بينها التنظيم التي تشهده البورصة والشفافية ، لكن البورصة شهدت تراجع و انخفاض ملحوظ في عدد الشركات المدرجة خلال الفترة الممتدة 2011-2016.

- من خلال حساب مؤشر القيمة السوقية الحقيقية تم التوصل إلى أن حجم سوق عمان للأوراق المالية ليس لديه القدرة كبيرة على حشد رؤوس الأموال و المدخرات و التوزيع في المخاطر و التي تم التعبير عنها بالقيمة السوقية الحقيقية ففي سنة 2007 كانت القيمة السوقية الحقيقية بمقدار 29,214.2 مليون دينار أردني لتصل إلى 17,339.4 مليون دينار أردني خلال عام 2016؛

- من خلال احتساب مؤشر حجم التداول الحقيقي نلاحظ انخفاض هذا الأخير بحيث تعكس لنا مدى تدهور السوق المالي العماني خلال فترة الدراسة نتيجة تأثره بالأزمة العالمية عام 2008 فضلا عن ذلك الاضطرابات السياسية والاقتصادية التي عانت منها الحكومة الأردنية، أهمها ثورة الربيع العربي سنة 2010 حيث قدر حجم التداول بـ: 12,348.1 مليون دينار أردني في سنة 2007 في حين كانت تقدر سنة 2016 بـ 2,329.5 مليون دينار أردني خلال سنة 2016؛

- كذلك من خلال احتساب مؤشر معدل الدوران الأسهم تم التوصل إلى انخفاض نسبة دوران الأسهم من 13.97% إلى 8.29% خلال نفس الفترة وذلك انعكاسا للأوضاع الاقتصادية التي عانت منها الدولة نتيجة تداعيات الربيع العربي والاضطرابات السياسية التي مازالت تلقي بظلالها على الاقتصاد الأردني؛
2011 إلى 2016 وذلك نتيجة تطبيق تعليمات إدراج الأوراق المالية الصادرة بالاستناد إلى أحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية والمتعلق بتقسيم الشركات المساهمة في البورصة إلى 3 أقسام رئيسية.

التوصيات:

- العمل على الرفع من كفاءة سوق عمان للأوراق المالية نظرا لدورها الإيجابي في النمو الاقتصادي، عن طريق زيادة الإفصاح وشفافية المعلومات، وذلك من خلال تطوير عملية التداول الإلكتروني لتمكين أكبر عدد ممكن من المستثمرين من دخول السوق، وتخفيض تكلفة الإصدار، وذلك بإعادة النظر في القوانين التي تلزم الشركات بضمان السندات قبل مضيها بإجراءات الإصدار، وبقية السندات المصدرة بالنسبة إلى قيمة رأسمال الشركة؛

- تعميق الوعي الادخاري والاستثماري لدى المستثمرين وذلك من خلال عقد دورات خاصة لتوجيههم للاستثمار بما يخدم سوق عمان للأوراق المالية، وتشجيع صغار المستثمرين في الاستثمار من خلال انشاء صناديق استثمارية ذات ادارة محترفة و متخصصة لتخفيض مستويات المخاطر في ظل انخفاض الوعي الاستثماري؛

- تنمية الأدوات المالية المستحدثة، حيث يستدعي تنشيط جانب العرض استحداث مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تفي بالمتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين ومن تلك الأوراق المالية نذكر منها المشتقات المالية بأنواعها، إدراج الأوراق المالية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية، إذ تساهم في ادخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها تمثل زخما كبيرا

يسهم بشكل كبير في تنشيط بورصة عمان إذا ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية و النظامية لإدارتها؛

- ضرورة زيادة عدد الشركات المدرجة من خلال تعديل القوانين الإدراج وزيادة تحفيز وتوعية المؤسسات بزيادة رؤوس أموالها من خلال الاستثمار في الأسواق المالية وتوسع نشاطها؛
- العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية إلى سوق عمان المالي، وتوجيهها نحو خدمة الاقتصاد الوطني، والاقتداء بتجارب الدول المجاورة والدول المتقدمة في هذا المجال؛
- تهيئة مناخ الاستثمار وتطوير البيئة المصرفية العربية والأخذ بمفهوم المصارف الشاملة نظرا للدور الهام في تنمية اقتصاديات الدول العربية على ضوء التحديات التي تواجهها.



قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

* الكتب:

- 1- نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية الإطار العام و أثرها في السوق المالي و متغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان-الأردن، 2015.
- 2- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، المملكة الأردنية الهاشمية-عمان، 2010-1431.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية (إطار في التنظيم و تقييم الأدوات)، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الأردن- عمان، 2012
- 4- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و النقدية، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 2012
- 5- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، اسكندرية، 2012،
- 6- محمد أحمد النبي، الأسواق المالية (الأصول العلمية و التحليل الأساسي)، زمزم ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، 2009.
- 7- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2004
- 8- عبد الكريم أحمد قندور، المشتقات المالية، الورق للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014
- 9- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية (بورصة الأسهم و السندات المالية)، دار زهران للنشر و التوزيع)، ط1، عمان-الأردن، 2012.
- 10- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الرابعة، عمان،
- 11- شقيري موسى نوري، إدارة المشتقات المالية (الهندسة المالية)، دار الميسرة للنشر و التوزيع والطباعة، ط1، عمان- الأردن.
- 12- منصور زين، تشجيع الاستثمار و أثره على التنمية الاقتصادية، دار الراية للنشر و التوزيع، ط1، عمان- الأردن، 2013،
- 13 - قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر و التوزيع، ط1، عمان، 2009.
- 14- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار و التحليل الإستثماري، دار اليازوري للنشر و التوزيع، عمان-الأردن، 2009.

- 15- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الإستثمار، دار الميسرة للنشر و التوزيع و الطباعة، ط1، عمان، 2012؛
- 16- محمد مطر، إدارة الإستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة السادسة، عمان، 2013.
- 17- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009؛
- 18- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2008.
- 19- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، ط1، عمان، 2011.
- 20- علي محمد صالح عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان- الأردن، 2008؛.
- 21- حسن سلطان، إدارة مخاطر الإستثمار المالي، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، السنة الجامعية 2008-2009؛
- 22- رابع خونة، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها، دار إيتارك للنشر و التوزيع، ط1، القاهرة، 2008؛
- 23- محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جليل ابن ربيع العبد، الإدارة المالية" مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004 ،
- 24- أحمد بن فليس، المحاسبة المعمقة، وأعمال نهاية السنة المالية مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 2000،
- 25- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية (للعمل وفق أحكام الشريعة دراسة تطبيقية)، دار النفاس للنشر و التوزيع، ط1، الأردن، 2009،
- 26- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2013
- 27- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2013
- 28- حسين بن هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، الأردن، 2002
- 29- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية و الدولية، دار المستقبل للنشر و التوزيع، ط1، عمان، 2009
- 30- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار الميسرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2004،
- 31- منير ابراهيم هندي، أساسيات الإستثمار و تحليل الأوراق المالية (الأسهم و السندات)، منشأة المعارف، 2006-2007،

- 32- فيصل محمد الشواور، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2008،
- * الرسائل و المذكرات:
- 33- بن أعمار حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، بنوك و مالية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013،
- 34- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015،
- 35- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجربة جمهور مصر العربية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية، 2011-2012،
- 36- الداودي خبرة، تقييم كفاءة و أداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية مابين الفترة 2005-2009، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012،
- 37- عمر عبو، الأسواق المالية و دورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، السنة الجامعية 2015-2016، 38- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011،
- 39- حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات- راسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)، مذكرة مقمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية و البورصات، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 2014-2015.
- 40- بن دحان إلياس الأزهر ، دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الاقتصاد العربي - دراسة حالة: الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012-2013؛
- 41- سليم جابوا، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية- دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة 2001-2010، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012؛

- 42- رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودرها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية- مذكرة مقدمة ضمن شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة باتنة، 2006-2007
- 43- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال و أثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010
- 44- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006؛
- 45- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015/2016.
- 46- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم - دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة لبورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010؛
- 47- عبد الحفيظ خزان، تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي- دراسة حالة عمان للأوراق المالية من 2002-2003، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، السنة الجامعية: 2013-2014؛
- 48- معتوق جمال، إدارة المخاطر المالية في ظل منتجات الهندسة المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2015/2016،
- 49- بن عيسى عبد القادر، أثر إستخدام المشتقات المالية و مساهمتها في إحداث الأزمات المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية السوق، جامعة قصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية 2011-2012،
- 50- العقون نادية، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية الوقاية والعلاج- دراسة أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013؛
- 51- مناصرية خولة، أثر الساسية المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود و البنوك و الأوراق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016؛

- 52- المناسيع رابح أمين، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية. لسنة 2007 ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع :نقود وبنوك، جامعة الجزائر3، 2010/2011؛
- 53- مسعودة بن لخضر؛ عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009/2014، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص :الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2014-2015؛
- 54- زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المحفظة الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، نخصص: اقتصاديات المالية والبنوك ، جامعة البويرة، 2014-2015،
- 55- فيصل حبيب حافظ، دور الاستثمار المباشر في تنمية اقتصاد المملكة العربية السعودية، مذكرة مقدمة ضمن شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة الجزائر، 2004-2005،
- 56- بن مسعود نصر الدين، دراسة و تقييم المشاريع الاستثمارية- دراسة حالة شركة الإسمنت بني صاف S.Cl.BS، مذكرة التخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بحوث عمليات و تسيير المؤسسة، جامعة ابي بكر بلقايد، السنة الجامعية 2009-2010؛
- 57- عبد الكريم بعداش، الاستثمار الأجنبي و آثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود و المالية، جامعة الجزائر، السنة الجامعية 2006-2007؛.
- 58- اريا الله محمد، السياسة المالية ودرها في تفعيل الاستثمار - حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، جامعة الجزائر3، السنة الجامعية 2011-2011؛
- 59- برحومة عبد الحميد، محددات الاستثمار و أدوات مراقبتها، اعداد نموذج قياسي للاستثمار بالجزائر للفترة 1994-2004، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد، السنة الجامعية، 2006-2007؛
- 60- صوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم التسديد القرض باستعمال طريقة القرض و التقنية الاصطناعية بالبنوك الجزائرية - دراسة حالة بنك الجزائري للتنمية الريفية BADR، مذكرة تخرج لخرج لنيل شهادة شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية في العلوم الاقتصادية، تخصص مالي، تخصص تسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، السنة الجامعية 2008؛
- 61- حسن سلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، ماجستير إدارة أعمال، جامعة دمشق، السنة الجامعية 2008-2009؛

- 62- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنوك التجارية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، السنة الجامعية 2006-2007؛
- 63- فتيحة ابن أبو سحقي، بورصة الجزائر - واقع وأفاق، رسالة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود و المالية، جامعة الجزائر، 2002-2003؛
- 64- حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي و أثره على الأسواق المالية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، تخصص مالية دولية، السنة الجامعية: 2011-2012؛
- 65- فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة رئيسية لإستمرارية المشاريع الإستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، السنة الجامعية: 2011-2012؛
- 66- سميرة هريان، صيغ و أساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة، دراسة حالة مجموعة البنك الإسلامي، رسالة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير؛ تخصص: إقتصاد دولي، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2014-2015؛
- 67- عبد العزيز ميلودي محددات تمويل الاستثمار في البنوك الاسلامية دراسة قياسية لحالة بنك البركة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية الاقتصاد الكمي، كلية العموم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2006/2007 ؛
- 68- خالد ادريس - فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة - مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - جامعة قاصدي مرباح ورقلة - 2007/2008؛
- 69- لموشي راوية، دور سوق رأس المال في تمويل الاستثمار دراسة حالة الجزائر، تونس والمغرب، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2013؛
- 70- زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة سونلغاز، مذكرة مقدمة لنيل شهاد الماجستير في علوم التسيير، فرع علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، السنة الجامعية: 2008-2009؛
- 71- خالد عبد الرحمن جمعة يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم - دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011؛
- 72- خالد عبد الرحمن جمعة يونس، أثر تطبيق محاسبة القيمة العادلة للأدوات المالية على عوائد الأسهم - دراسة تحليلية للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة و التمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011،

73- حسين علي قبلان، دور أسواق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2012،

*** المجلات**

74- اديب قاسم شندي، الأسواق المالية و أثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013،

75- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها - مجلة الباحث - جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 07، 2009-2010،.

76- حمزة بالي، مصعب بالي، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رؤية اقتصادية، مجلة اقتصادية دورية محكمة تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية و التجارية، علوم التسيير، جامعة الوادي- الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر، 2012؛

77- بن لعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية المالية، مجلة الباحث، جامعة الشلف، العدد السابع، 2009-2010،.

78- محمد براق، الجودي صاطوري، مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، دراسات إقتصادية، دورية تصدر عن مركز البصيرة للبحوث و الاستشارات والخدمات التعليمية، جامعة الملك سعود، السعودية، العدد الثامن، جويلية 2006؛

79- لطيف زيود وآخرون، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الإستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات و البحوث العلمية، سوري، سلسلة العلوم الاقتصادية القانونية، المجلد 29، العدد 1 لسنة 2007،.

80- عبد الناصر زيود، محمد أبو زيد، أثر الإنترنت في الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007، ص 85.

81- سامر فخري، عبيد صفاء، محمد المحمود، تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية: دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة دورية محكمة تعنى بالعلوم الإنسانية، العدد 46، السنة الثامنة، جامعة الأردن، 2010م؛

82- بن يمينه كمال، حليلة عطية، دور الأسواق المالية و دورها في تمويل الاستثمار، دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة الأسواق المالية، جامعة مستغانم، جامعة محمد خيضر بسكرة؛

*** الملتقيات و الندوات**

83- جمال لعمارة، رايس حدة، ورقة مقدمة للملتقى الدولي حول سياسة التمويل و أثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة بسكرة يومي 21، 22 نوفمبر 2006؛

- 84- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية حول: التكامل الاقتصادية العربي كآلية لتحسين و تفعيل الشراكة العربية - الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي: 8-9 ماي 2004.
- 85- بباس منيرة، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، سطيف، 2009.
- 86- محمد البشي، مبروك محصول النعمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، ملتقى دولي ثالث: إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع و الأفاق، جامعة الشلف، يومي 25- 26 نوفمبر 2008؛
- 87- سليمة حشاشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كإستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، ملتقى دولي بعنوان: الأزمة المالية و الاقتصادية الدولية و الحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 20. 21 أكتوبر 2009.
- 88- عبد القادر شلالي، علل قاشي، مدخل استراتيجي لإدارة المخاطر المالية، مداخلة مقدمة لفعاليات الملتقى الدولي الأول حول: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات دول العالم، في جامعة آكلي امحمد أولحاج بالبويرة، أيام: 26-27/11/2013م؛
- 89- لجنة التنسيق العليا للأحزاب المعارضة الوطنية الأردنية، مداخلة بعنوان نتائج و آثار الأزمة المالية و الاقتصادية، المؤتمر الوطني للاقتصاد الوطني للإصلاح الاقتصادي و الاجتماعي، عمان في 20/3/2010.

*** احصائيات و التقارير**

- 90- التقارير السنوية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2016؛
- 91- شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية، قسم البحوث والدراسات، الحصاد السنوي للسنوات 2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014-2015-2016.

*** المواد و القوانين**

- 92- المادة 13 من النظام الداخلي لبورصة عمان .
- 93- المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 94- المادة 14 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 95- المادة 15 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 96- المادة 17 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 97- المادة 18 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 98- المادة 19 من النظام الداخلي لبورصة عمان.
- 99- المادة 20 من النظام الداخلي لبورصة عمان.

- 100- المادة 26 من النظام الداخلي ل بورصة عمان.
- 101- المادة 03 من القانون المؤقت للأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002.
- 102- المادة 4: من التعليمات المنظمة لتداول الأوراق المالية غير المدرجة في بورصة عمان الصادرة بالاستثناء لأحكام المادة 72 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 و لأحكام المادة (1/01/24) من النظام الداخلي لبورصة عمان لسنة 2004
- * مراجع الكترونية

- 103- فاروق رفيق التهموني، مقال حول: فرضية السير العشوائي لبورصة عمان للأوراق المالية" دراسة مقارنة بين أنواع مؤشرات السوق من 2003 - 2007 " على الموقع:
<https://kantakji.com/media/9084>

* المراجع باللغات الأجنبية

- 104- Editios :Jean Francois Susbielle, Comprendre La Bourse sur Internet (Paris d'organisation, 2001
 Editios :Jean Francois Susbielle, Comprendre La Bourse sur Internet (Paris d'organisation, 2001
- 105- Shall Helly.C, Introduction to financial Management , MC Graw-Hill, New work.
- 106- Ali Hirs, salih N. Neftci, An Introduction To the Mathematics of Financial Derivatives, Academic Press is an imprint of Elsevier, United States of America,.
- 107- Charles, P. Jones << investments Analysis and management, John milg et sons inc New York 1996 P 245.
- 108- Dunod, Tome2, " La Gestion Financière de l'Entreprise"192- Pierre CONSO, Paris, 1974, 1974
- 109- ZVI Bodie , ROBERT Merton, Fianance, 2eme édition pearson, Paris, 2007,.
- 110- ZVI Bodie , ROBERT Merton, Fianance, 2eme édition pearson, Paris, 2007,.

مواقع على شبكة الانترنت

- 111- <https://www.ase.com.jo/ar>.
- 112- <https://www.ase.com.jo/ar>.
- 113- <https://www.ase.com.jo/ar>
- 114- <http://studies.aljazeera.net/ar/reports/2017/02/170209131200736.html>
- 115- <https://www.ase.com.jo/sites/default/files->
- 116- www.ase.com.jo/sites/default/files/AS
- 117- <http://www.exchange.jo/sites/default/files/ASE>
- 118- www.ase.com.jo/node/1652
- 119- www.ase.com.jo/node/1652
- 120- www.ase.com.jo/node/1652

122/<https://www.ase.com.jo/sites/default/files/ASE>

123/<https://www.ase.com.jo/sites/default/files>,

124<https://www.ase.com.jo/sites/default/files>

125<https://www.ase.com.jo/sites/default/files>

قائمة الملاحق

- الملحق رقم 1: قيمة إصدارات السوق الأولية خلال الفترة (2007-2016)

قيمة إصدارات السوق الأولية*

(بالدينار)

الفترة	أسهم	أذونات وسندات خزينة	مؤسسات عامة	إسناد قرض	صكوك إسلامية	المجموع
2003	56,164,822	600,000,000	29,000,000	105,354,000	-	790,518,822
2004	207,066,837	300,000,000	30,000,000	222,407,500	-	759,474,337
2005	888,825,951	540,000,000	74,000,000	60,600,000	-	1,563,425,951
2006	2,408,835,009	800,000,000	43,000,000	70,750,000	-	3,322,585,009
2007	885,771,902	1,142,500,000	46,000,000	168,700,000	-	2,242,971,902
2008	827,957,704	2,981,200,000	128,000,000	141,750,000	-	4,078,907,704
2009	317,321,922	4,191,000,000	138,500,000	151,750,000	-	4,798,571,922
2010	119,281,271	4,641,300,000	268,500,000	93,768,170	-	5,122,849,441
2011	136,671,251	4,110,900,000	801,380,000	38,000,000	-	5,086,951,251
2012	144,825,273	5,622,500,000	369,000,000	101,200,000	-	6,237,525,273
2013	45,979,161	5,493,395,000	180,000,000	81,500,000	-	5,800,874,161
2014	65,818,338	6,135,000,000	82,500,000	86,725,000	-	6,370,043,338
2015	40,545,362	3,275,000,000	20,000,000	92,500,000	-	3,428,045,362
2016	178,242,008	6,802,177,900	83,000,000	166,000,000	109,000,000	7,338,419,908

* المصدر هيئة الأوراق المالية

الملحق رقم 02: أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان*

الفترة	عدد الأسهم	نسبة التغير	حجم التداول	نسبة التغير	عدد العقود	نسبة التغير
		(%)	(دينار)	(%)	(عقد)	(%)
2004	1,338,703,981	32.7	3,793,251,050	104.5	1,178,163	49.9
2005	2,581,744,423	92.9	16,871,051,948	344.8	2,392,509	103.1
2006	4,104,285,135	59.0	14,209,870,592	(15.8)	3,442,558	43.9
2007	4,479,369,609	9.1	12,348,101,910	(13.1)	3,457,915	0.4
2008	5,442,267,689	21.5	20,318,014,547	64.5	3,780,934	9.3
2009	6,022,471,335	10.7	9,665,310,642	(52.4)	2,964,610	(21.6)
2010	6,988,858,431	16.0	6,689,987,155	(30.8)	1,880,219	(36.6)
2011	4,072,337,760	(41.7)	2,850,252,628	(57.4)	1,318,278	(29.9)
2012	2,384,058,415	(41.5)	1,978,813,878	(30.6)	975,016	(26.0)
2013	2,705,796,950	13.5	3,027,255,186	53.0	1,074,438	10.2
2014	2,321,802,789	(14.2)	2,263,404,594	(25.2)	955,987	(11.0)
2015	2,585,816,584	11.4	3,417,079,026	51.0	898,982	(6.0)
2016	1,836,711,983	(29.0)	2,329,466,130	(31.8)	786,156	(12.6)

الملحق رقم 03: أحجام تداول سوق السندات في بورصة عمان خلال الفترة (2007-2016)

جدول رقم (8)
أحجام التداول في سوق السندات

الفترة	عدد السندات المتداولة (سند)	نسبة التغير (%)	قيمة السندات المتداولة (دينار)	نسبة التغير (%)
2004	10,355	(85.7)	6,031,856	(47.0)
2005	3,354	(67.6)	3,135,705	(48.0)
2006	1,225	(63.5)	1,868,010	(40.4)
2007	1,580	29.0	3,799,874	103.4
2008	417	(73.6)	605,819	(84.1)
2009	761	82.5	2,529,800	317.6
2010	140	(81.6)	140,075	(94.5)
2011	600	328.6	555,039	296.2
2012	0	-	0	-
2013	2,058	-	2,039,728	-
2014	20	(99.0)	20,000	(99.0)
2015	12	(40.0)	850,800	4,154.0
2016	0	-	0	-

الملحق رقم 04: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2011	2010	2009	2008	2007	
247	277	272	262	245	عدد الشركات المدرجة
19,272.8	21,858.2	22,526.9	25,406.3	29,214.2	القيمة السوقية (مليون دينار)
2,850.3	6,690.0	9,665.3	20,318.0	12,348.1	حجم التداول (مليون دينار)
11.5	26.8	38.8	82.9	50.0	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
4,072.3	6,988.9	6,022.5	5,442.3	4,479.4	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
1,318.3	1,880.2	2,964.6	3,780.9	3,457.9	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)
247	250	249	245	247	عدد ايام التداول
58.2	102.2	91.3	91.5	91.2	معدل دوران السهم (Z)
1995.1	2373.6	2533.5	2758.4	3675.0	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
4648.4	5318.0	5520.1	6243.1	7519.3	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
606.8	834.4	1057.7	1235.5	1798.1	الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الاسهم (نقطة)
0.6	0.1	0.8	0.4	1.6	عدد السندات المتداولة (بالآلاف)
0.6	0.1	2.5	0.6	3.8	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
22.6	26.3	14.4	18.8	28.0	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
1.5	1.7	1.8	2.2	3.0	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الحقلية (مرة)
3.3	2.7	2.8	2.5	1.8	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (Z)
51.3	49.6	48.9	49.2	48.9	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (Z)
555.8	1,036.6	2,135.5	4,219.8	2,825.3	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
477.2	1,051.2	2,139.3	3,910.0	2,359.1	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
78.6	-14.6	-3.8	309.8	466.2	صافي استلام غير الاردنيين (مليون دينار)
102.7	122.7	149.6	216.7	289.0	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (Z)

الملحق رقم 05: المؤشرات الإحصائية الرئيسية لبورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2012-201

المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط بورصة عمان

2016	2015	2014	2013	2012	
224	228	236	240	243	عدد الشركات المدرجة
17,339.4	17,984.7	18,082.6	18,233.5	19,141.5	القيمة السوقية (مليون دينار)
2,329.5	3,417.1	2,263.4	3,027.3	1,978.8	حجم التداول (مليون دينار)
9.5	13.9	9.1	12.4	7.9	المعدل اليومي لحجم التداول (مليون دينار)
1,836.7	2,585.8	2,321.8	2,705.8	2,384.1	عدد الاسهم المتداولة (مليون)
786.2	899.0	956.0	1,074.4	975.0	عدد العقود المنفذة (بالآلاف)
245	246	249	245	251	عدد أيام التداول
27.2	37.3	32.8	38.0	33.9	معدل دوران السهم (%)
2170.3	2136.3	2165.5	2065.8	1957.6	الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالأسهم الحرة (نقطة)
4069.7	4229.9	4237.6	4336.7	4593.9	الرقم القياسي لأسعار الاسهم المرجح بالقيمة السوقية (نقطة)
493.2	533.3	585.8	585.1	552.3	الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الاسهم (نقطة)
0.0	0.01	0.02	2.1	0.0	عدد السندات المتداولة (بالآلاف)
0.0	0.85	0.02	2.0	0.0	قيمة السندات المتداولة (مليون دينار)
16.5	14.0	15.3	14.7	15.6	نسبة القيمة السوقية الى العائد (مرة)
1.2	1.3	1.3	1.3	1.5	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (مرة)
4.1	3.6	4.2	4.6	4.6	نسبة الارباح الموزعة الى القيمة السوقية (%)
49.6	49.5	48.8	49.9	51.7	نسبة مساهمة غير الاردنيين في القيمة السوقية (%)
666.5	981.7	362.7	939.5	322.9	شراء غير الاردنيين (مليون دينار)
429.4	971.1	384.8	792.6	285.3	بيع غير الاردنيين (مليون دينار)
237.1	10.6	-22.2	146.9	37.6	صافي استثمار غير الاردنيين (مليون دينار)
65.0	70.7	75.8	83.0	93.5	القيمة السوقية الى الناتج المحلي (%)

الملحق رقم 06: القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.

جدول رقم (٢)
القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعياً

(مليون دينار)

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2007	18922	4091	6202	29215
2008	15501	3630	6276	25407
2009	12559	3877	6091	22527
2010	11742	3735	6381	21858
2011	9847	3481	5944	19273

الملحق رقم 07: القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعيا خلال الفترة الممتدة من 2007-2011

القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة قطاعياً

(مليون دينار)

السنة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2012	9,584	3,398	6,159	19,142
2013	10,562	3,276	4,395	18,233
2014	11,001	3,389	3,693	18,083
2015	11,132	3,199	3,654	17,985
2016	11,065	2,744	3,531	17,339

قائمة الملاحق

الملحق رقم 08: أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان خلال الفترة 2007-2016.

أحجام التداول القطاعية في بورصة عمان *

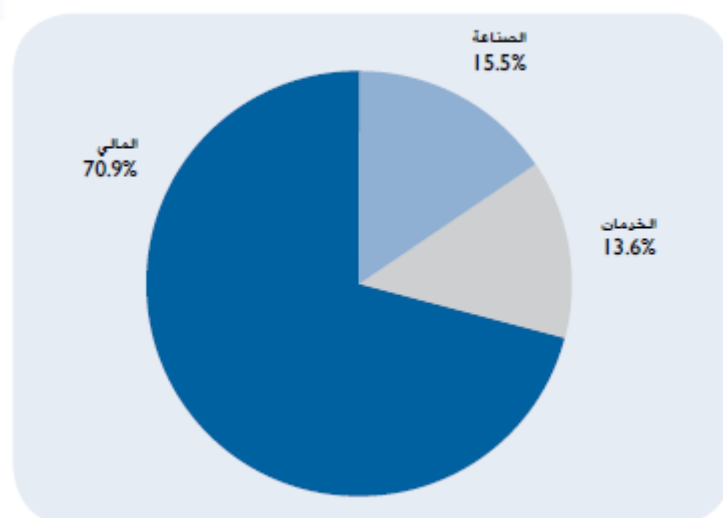
(بالدينار)

الفترة	المالي	الخدمات	الصناعة	المجموع
2004	2,403,764,844	379,944,408	1,009,541,799	3,793,251,050
2005	13,200,688,924	1,195,920,637	2,474,442,386	16,871,051,948
2006	11,570,201,564	942,189,854	1,697,479,173	14,209,870,592
2007	8,779,234,370	1,657,992,661	1,910,874,879	12,348,101,910
2008	9,638,936,814	5,422,241,866	5,256,835,871	20,318,014,551
2009	6,363,773,746	2,030,846,061	1,270,692,520	9,665,312,327
2010	4,174,112,697	1,744,663,490	771,210,968	6,689,987,155
2011	1,757,351,376	576,006,319	516,894,934	2,850,252,629
2012	1,189,542,872	403,893,684	385,377,323	1,978,813,879
2013	2,221,449,153	408,120,453	397,685,580	3,027,255,186
2014	1,510,846,421	373,463,671	379,094,502	2,263,404,594
2015	2,347,790,662	723,462,452	345,825,912	3,417,079,026
2016	1,202,107,859	423,639,322	703,718,949	2,329,466,130

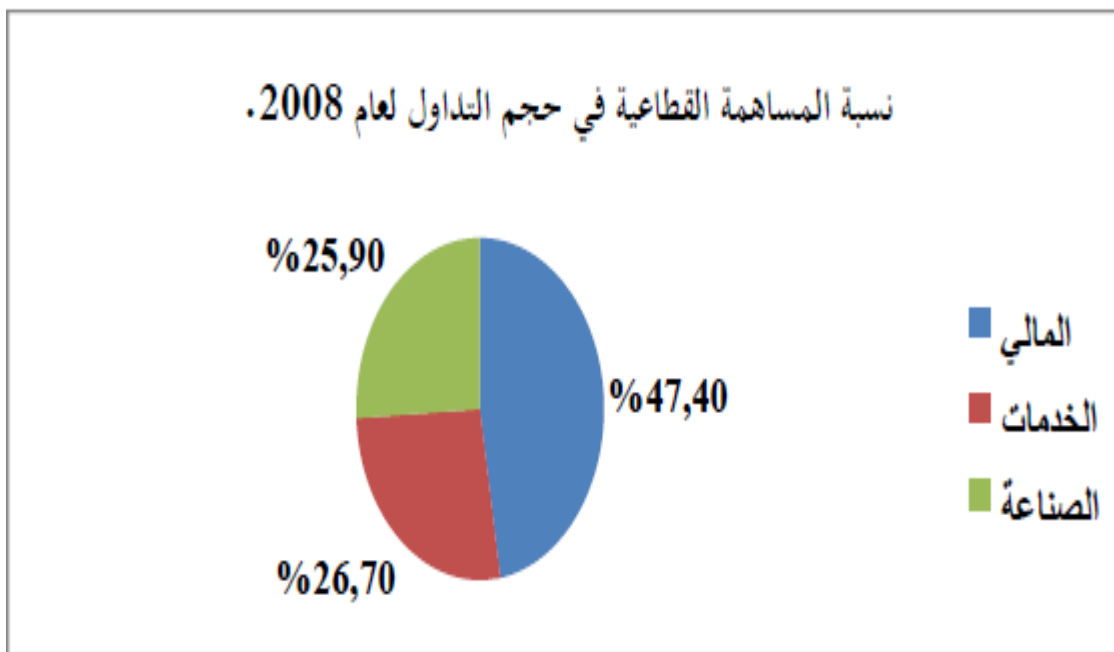
* تشمل البيانات حقوق الاكتتاب منذ عام 2006

الملحق رقم 09: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2007

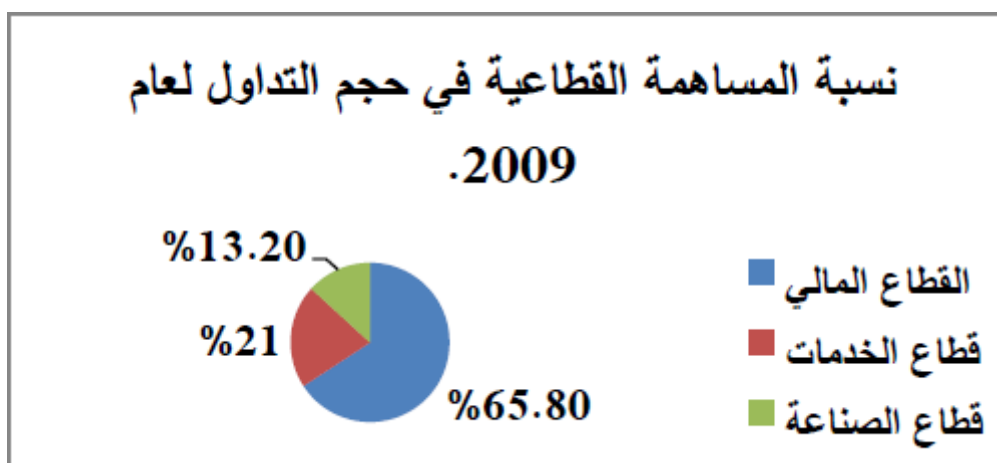
نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام ٢٠٠٧



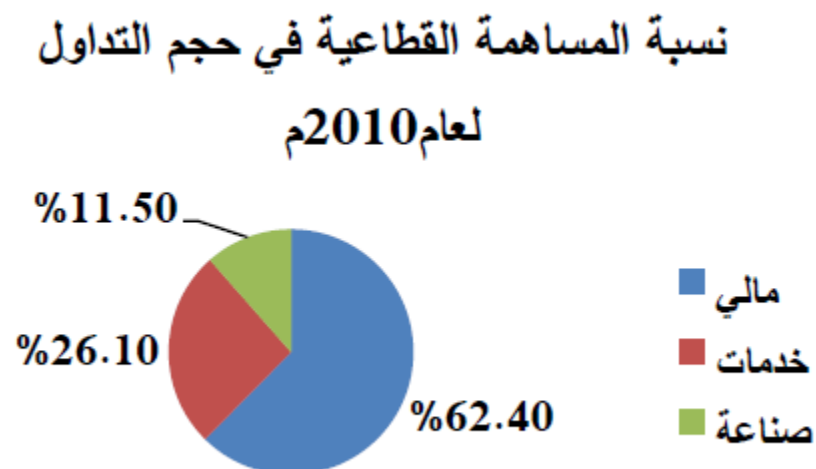
الملحق رقم 10: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2008



الملحق رقم 11: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2009

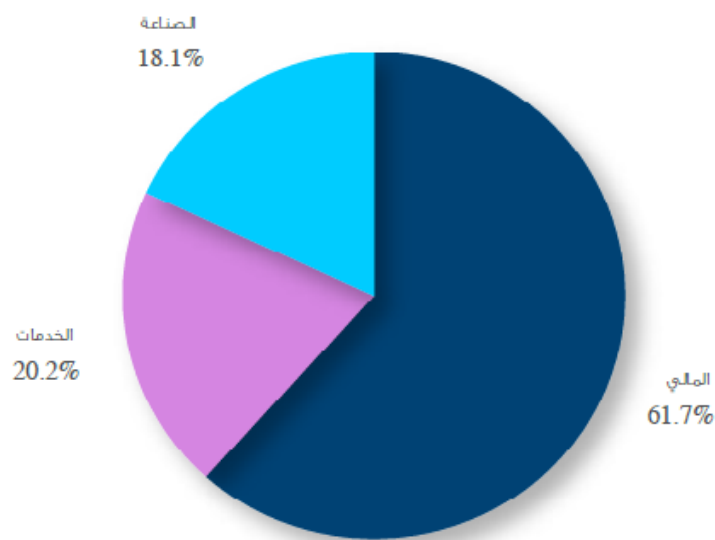


الملحق رقم 12: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2010

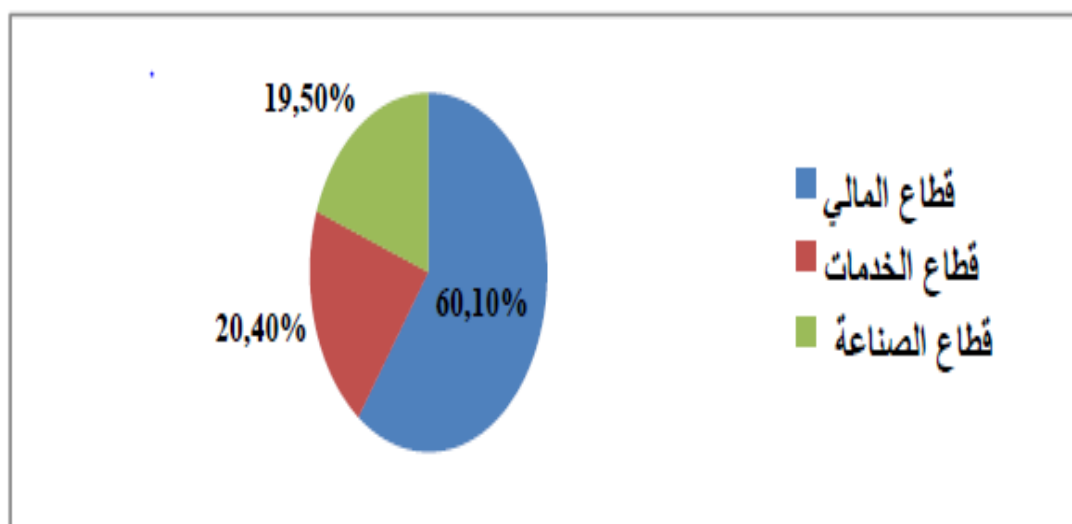


الملحق رقم 13: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2011

نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام ٢٠١١

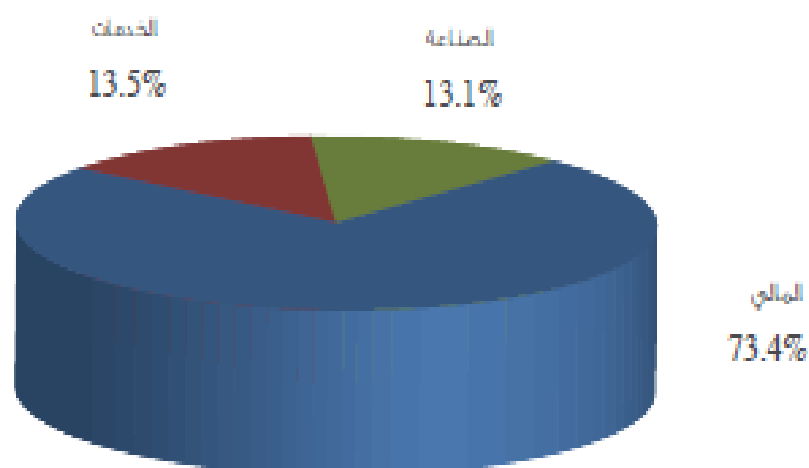


الملحق رقم 14: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2012



الملحق رقم 15: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2013

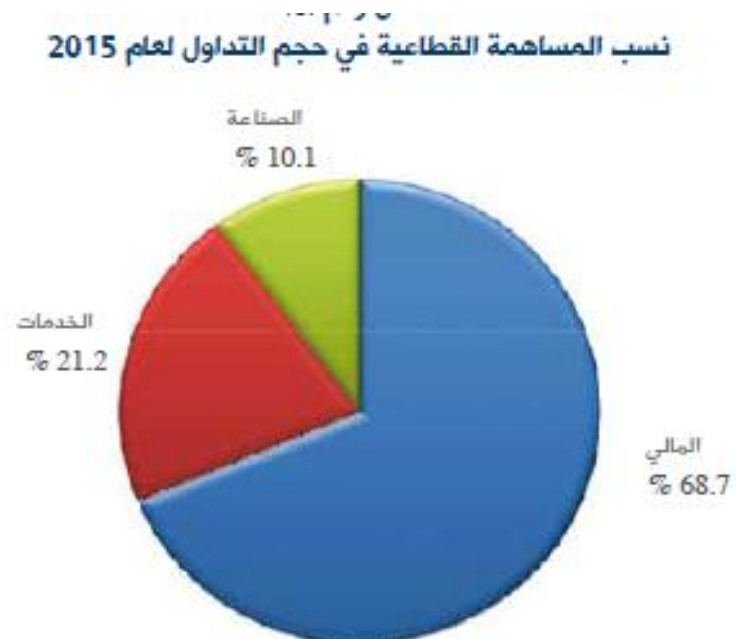
نسب المساهمة القطاعية في حجم التداول لعام ٢٠١٣



الملحق رقم 16: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2014



الملحق رقم 17: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2015



الملحق رقم 18: نسبة المساهمة القطاعية لحجم التداول عام 2016



الملحق رقم 19: ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في بورصة عمان خلال سنة 2007.

ملخص القطاعات لعام 2007							
القطاع	الأسهم المتداولة	للسوق %	حجم التداول بالدينار	للسوق %	إغلاق 2007	إغلاق 2006	التغير %
الصناعة	899,855,063	21.95%	1,692,769,027	15.77%	4565.5	2507.6	82.07%
البنوك	280,689,509	6.85%	2,460,803,189	22.92%	13886.7	10704.7	29.73%
الخدمات	2,725,779,021	66.49%	6,183,704,677	57.60%	2740.3	2286.6	19.84%
التأمين	193,308,382	4.72%	389,648,858	3.63%	4900.4	4156.3	17.90%
الإجمالي	4,099,631,975	100.00%	10,735,925,751	100.00%	7519.3	5518.1	36.27%

الملحق رقم 20: ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في
بورصة عمان خلال سنة 2008

ملخص القطاعات لعام 2008							
القطاع	الأسهم المتداولة	الوزن %	حجم التداول بالدينار	الوزن %	إغلاق 2008	إغلاق 2007	التغير %
المالي	3,036,762,655	59.06%	9,006,007,273	46.84%	3609.1	5130.97	-29.66%
الخدمات	1,226,134,538	23.84%	5,277,904,373	27.45%	2025.56	2460.32	-17.67%
الصناعة	879,347,334	17.10%	4,941,515,797	25.70%	2736.01	3097.74	-11.68%
الإجمالي	5,142,244,527	100.00%	19,225,427,443	100.00%	2758.44	3686.3	-25.17%

الملحق رقم 21: ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في
بورصة عمان خلال سنة 2009

جدول رقم (4) ملخص القطاعات لعام 2009							
القطاع	الأسهم المتداولة	للسوق %	حجم التداول بالدينار	للسوق %	إغلاق 2008	إغلاق 2009	التغير %
المالي	3,997,919,620	69.79%	6,040,304,741	66.13%	3609.1	3026.82	-16.13%
الخدمات	1,206,288,034	21.06%	1,838,844,149	20.13%	2025.56	2107.91	4.07%
الصناعة	524,079,492	9.15%	1,255,029,373	13.74%	2736.01	2738.83	0.10%
الإجمالي	5,728,287,146	100.00%	9,134,178,263	100.00%	2758.44	2533.54	-8.15%

الملحق رقم 22: ملخص لحركة مؤشري التداول وعدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في
بورصة عمان خلال سنة 2010

٢٢

الجدول رقم (4) ملخص القطاعات لعام 2010							
القطاع	الأسهم المتداولة	السوق %	حجم التداول بالدينار	السوق %	إغلاق 2009	إغلاق 2010	التغير %
المالي	4,645,931,986	70.26%	3,817,007,269	62.69%	3026.82	2,911.66	-3.80%
الخدمات	1,135,510,253	17.17%	1,534,832,064	25.21%	2107.91	1,897.16	-10.00%
الصناعة	831,094,836	12.57%	736,782,382	12.10%	2738.83	2,576.59	-5.92%
الإجمالي	6,612,537,075	100.00%	6,088,621,715	100.00%	2533.54	2,373.58	-6.31%

الملحق رقم 23: ملخص لحركة مؤشري التداول و عدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في البورصة خلال سنة 2011

الجدول رقم (4) ملخص القطاعات لعام 2011							
القطاع	الأسهم المتداولة (بالمليون)	للسوق %	حجم التداول (بالمليون دينار)	للسوق %	إغلاق 2010	إغلاق 2011	التغير %
المالي	2,515,786,419	62.92%	1,695,428,583	61.37%	2911.66	2443.87	-16.07%
الخدمات	727,297,291	18.19%	566,446,986	20.50%	1897.16	1693.73	-10.72%
الصناعة	755,531,991	18.89%	500,834,368	18.13%	2576.59	2149.91	-16.56%
الإجمالي	3,998,615,701	100.00%	2,762,709,937	100.00%	2373.58	1995.13	-15.94%

الملحق رقم 24: ملخص لحركة مؤشري التداول و عدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في البورصة خلال سنة 2012

الجدول رقم (6) ملخص القطاعات لعام 2012							
القطاع	الأسهم المتداولة (بالمليون)	للسوق %	حجم التداول (بالمليون دينار)	للسوق %	إغلاق 2011	إغلاق 2012	التغير %
المالي	1,517,301,513	64.33%	1,146,820,168	59.36%	2443.87	2363.64	-3.28%
الخدمات	463,219,985	19.64%	402,220,684	20.82%	1693.73	1651.12	-2.52%
الصناعة	378,095,315	16.03%	382,867,870	19.82%	2149.91	2176.57	1.24%
الإجمالي	2,358,616,813	100.00%	1,931,908,722	100.00%	1995.13	1957.6	-1.88%

قائمة الملاحق

الملحق رقم 25: ملخص لحركة مؤشري التداول و عدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في البورصة خلال سنة 2013.

الجدول رقم (٦) ملخص القطاعات لعام ٢٠١٣							
القطاع	السهم المتداولة (سهم)	للسوق %	حجم التداول (دينار)	للسوق %	إغلاق ٢٠١٢	إغلاق ٢٠١٣	التغير %
المالي	1,753,446,125	68.17%	1,634,155,068	67.37%	2363.64	2703.85	14.39%
الخدمات	442,843,397	17.22%	404,376,698	16.67%	1651.12	1664.77	0.83%
الصناعة	376,058,312	14.62%	387,006,252	15.96%	2176.57	1964.91	-9.72%
الإجمالي	2,572,347,834	100.00%	2,425,538,018	100.00%	1957.6	2065.83	5.53%

الملحق رقم 26: ملخص لحركة مؤشري التداول و عدد الأسهم المتداولة للقطاعات المشاركة في البورصة خلال سنة 2014.

الجدول رقم (٦) ملخص القطاعات لعام ٢٠١٤							
القطاع	السهم المتداولة (بالمليون)	للسوق %	حجم التداول (بالمليون دينار)	للسوق %	إغلاق ٢٠١٣	إغلاق ٢٠١٤	التغير %
المالي	1,425,381,207	63.93%	1,441,716,350	65.97%	2703.85	2920.9	8.03%
الخدمات	416,863,900	18.70%	366,980,076	16.79%	1664.77	1794.77	7.81%
الصناعة	387,322,576	17.37%	376,803,820	17.24%	1964.91	1852.02	-5.75%
الإجمالي	2,229,567,683	100.00%	2,185,500,246	100.00%	2065.83	2165.46	4.82%

الملحق رقم 27: الرقم القياسي لأسعار الأسهم (غير المرجح) خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

جدول رقم (11)
الرقم القياسي لأسعار الأسهم (غير المرجح)
(إغلاق كانون أول 1991 = 1000)

الفترة	بنوك	تأمين	خدمات	صناعة	عام	التغير (%)
2004	3,543.1	2,513.0	2,237.9	854.2	1,535.9	37.4
2005	5,584.4	5,145.5	4,383.2	862.2	2,181.3	42.0
2006	4,088.8	3,478.8	2,967.1	708.0	1,608.1	-26.3
2007	4,887.6	4,004.7	3,374.0	749.8	1,798.1	11.8
2008	3,896.3	2,859.8	2,168.8	548.8	1,235.5	-31.3
2009	3,328.7	2,795.5	1,804.8	495.3	1,056.1	-14.5
2010	3,660.1	1,276.7	1,345.6	442.0	834.4	-21.0
2011	3,251.7	930.9	913.7	341.0	606.8	-27.3
2012	3,119.5	640.8	838.2	299.6	552.3	-9.0
2013	3,516.2	634.9	890.1	307.4	585.1	5.9
2014	3,667.7	749.1	859.6	320.0	585.8	0.1
2015	3,651.5	765.2	781.7	270.7	533.3	-9.0
2016	3,837.7	751.2	732.6	226.4	493.2	-7.5

قائمة الملاحق

الملحق رقم 28: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.

الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعياً ومرجحاً بالقيمة السوقية⁽¹⁾
(إغلاق كانون أول 1991 = 1000)

القطاع	2007	2008	2009	2010	2011
الصناعة	4,565.5	4,560.1	4,563.2	4,841.7	4,427.4
البنوك	13,886.7	11,380.1	9,368.0	8,848.3	7,542.3
الخدمات	2,740.3	1,865.6	1,700.6	1,506.4	1,302.1
التأمين	4,900.4	3,821.3	3,943.6	2,103.5	1,703.7
الرقم القياسي العام	7,519.3	6,243.1	5,520.1	5,318.0	4,648.4

المصدر : بورصة عمان.

(1) : القيمة السوقية تمثل عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر إغلاق آخر يوم تداول.

الملحق رقم 29: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالقيمة السوقية خلال الفترة الممتدة من 2007-2016.

الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعياً ومرجحاً بالقيمة السوقية لرأس المال⁽¹⁾
(إغلاق كانون أول 1991 = 1000)

القطاع	2012	2013	2014	2015	2016
الصناعة	4,606.4	3,210.4	2,691.3	2,731.2	2,648.7
البنوك	7,297.4	8,035.2	8,373.0	8,463.7	8,444.5
الخدمات	1,240.4	1,255.1	1,211.2	1,141.0	954.5
التأمين	1,251.0	1,214.1	1,337.7	1,369.6	1,385.4
الرقم القياسي العام	4,593.9	4,336.7	4,237.6	4,229.9	4,069.7

المصدر : بورصة عمان.

(1) : القيمة السوقية تمثل عدد الأسهم المكتتب بها مضروباً في سعر إغلاق آخر يوم تداول.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 30: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة من 2007-2011

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعياً ومرجحاً بالأسهم الحرة
(إغلاق كانون أول 1999 = 1000)

القطاع	2007	2008	2009	2010	2011
الصناعة	3,097.7	2,736.0	2,738.8	2,576.6	2,149.9
الخدمات	2,460.3	2,025.6	2,107.9	1,897.2	1,693.7
المالي ⁽¹⁾	5,131.0	3,609.1	3,026.8	2,911.7	2,443.9
الرقم القياسي العام	3,675.0	2,758.4	2,533.5	2,373.6	1,995.1

المصدر : بورصة عمان.
(1) : يضم البنوك وشركات التأمين وشركات الخدمات المالية وشركات الإقراض المتخصصة والعقارات وشركات الاستثمار.

الملحق رقم 31: الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعيا المرجحة بالأسهم الحرة خلال الفترة الممتدة من 2012-2016

الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعياً ومرجحاً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة
(إغلاق كانون أول 1999 = 1000)

القطاع	2012	2013	2014	2015	2016
الصناعة	2,176.6	1,964.9	1,852.0	1,848.8	2,093.0
الخدمات	1,651.1	1,664.8	1,794.8	1,726.7	1,604.7
المالي ⁽¹⁾	2,363.6	2,703.9	2,920.9	2,906.2	2,933.2
الرقم القياسي العام	1,957.6	2,065.8	2,165.5	2,136.3	2,170.3

المصدر : بورصة عمان.
(1) : يضم البنوك وشركات التأمين وشركات الخدمات المالية وشركات الإقراض المتخصصة والعقارات وشركات الاستثمار.

الملحق 32: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 2007-2011.

الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي					
(مليون دينار)					
2011 ⁽¹⁾	2010 ⁽¹⁾	2009	2008	2007	
598.3	560.9	459.2	376.8	307.1	الزراعة
803.5	621.8	556.3	843.0	338.9	الصناعات الاستخراجية
3,485.3	3,146.1	3,026.3	2,933.0	2,294.5	الصناعات التحويلية
417.5	380.0	355.9	254.2	238.0	الكهرباء والمياه
888.0	896.2	887.9	697.9	544.8	الانشاءات
1,845.3	1,723.9	1,612.9	1,503.2	1,201.4	التجارة والمطاعم والفنادق
2,426.1	2,285.2	2,014.8	1,848.2	1,553.0	النقل والتخزين والاتصالات
3,483.8	3,135.3	2,735.6	2,639.2	2,157.4	خدمات المال والتأمين والعقارات وخدمات الاعمال
694.7	668.5	628.9	584.6	529.0	خدمات اجتماعية وشخصية
4,121.3	3,735.4	3,471.1	2,909.2	2,021.3	منتجات الخدمات الحكومية
101.3	97.4	91.6	82.2	76.5	منتجات الخدمات الخاصة التي لا تهدف الربح
58.3	56.1	53.3	49.5	46.5	الخدمات المنزلية
935.8-	889.6-	849.1-	749.7-	503.3-	ناقصا : الخدمات المصرفية المحتسبة
17,987.6	16,417.2	15,044.5	13,971.2	10,805.1	الناتج المحلي الاجمالي بأسعار الاساس
2,488.9	2,344.8	1,867.7	1,622.2	1,326.3	صافي الضرائب على المنتجات
20,476.5	18,762.0	16,912.2	15,593.4	12,131.4	الناتج المحلي الاجمالي بأسعار السوق
127.6-	64.7-	360.2	493.6	484.6	صافي دخل عوامل الانتاج من الخارج
20,348.9	18,697.3	17,272.4	16,087.0	12,616.0	الناتج القومي الاجمالي بأسعار السوق

المصدر : دائرة الاحصاءات العامة.

الملحق 33: الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 2012-2016.

الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية حسب النشاط الاقتصادي					
(مليون دينار)					
2016 ⁽¹⁾	2015 ⁽¹⁾	2014	2013	2012	
1,039.3	979.9	845.4	713.7	604.5	الزراعة
650.2	777.8	676.8	563.9	723.6	الصناعات الاستخراجية
4,395.6	4,335.3	4,254.5	4,074.4	3,633.4	الصناعات التحويلية
758.6	685.7	592.5	531.0	482.8	الكهرباء والمياه
1,195.8	1,159.6	1,140.0	1,060.6	961.7	الانشاءات
2,543.6	2,479.2	2,428.2	2,279.9	2,055.9	التجارة والمطاعم والفنادق
3,270.8	3,122.3	2,975.5	2,889.2	2,637.4	النقل والتخزين والاتصالات
5,084.2	4,800.4	4,514.7	4,205.3	3,838.4	خدمات المال والتأمين والعقارات وخدمات الاعمال
1,050.4	985.2	936.7	866.0	781.2	خدمات اجتماعية وشخصية
5,384.6	5,269.4	5,080.3	4,831.6	4,485.6	منتجات الخدمات الحكومية
142.2	135.1	126.3	117.3	109.3	منتجات الخدمات الخاصة التي لا تهدف الربح
61.4	61.4	61.4	61.3	61.3	الخدمات المنزلية
1,388.5-	1,315.5-	1,266.4-	1,212.8-	1,076.9-	ناقصا: الخدمات المصرفية المحتسبة
24,188.1	23,475.8	22,365.9	20,981.4	19,298.2	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الاساس
3,256.7	3,161.6	3,071.2	2,870.2	2,667.3	صافي الضرائب على المنتجات
27,444.8	26,637.4	25,437.1	23,851.6	21,965.5	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار السوق
216.0-	307.1-	295.9-	240.4-	275.5-	صافي دخل عوامل الانتاج من الخارج
27,228.8	26,330.3	25,141.2	23,611.2	21,690.0	الناتج القومي الإجمالي بأسعار السوق

المصدر : دائرة الاحصاءات العامة.

(1) : أولية.