

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم الاقتصادية

الموضوع

كفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية في تمويل  
المشاريع الإستثمارية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية  
تخصص: مالية وبنوك

تحت إشراف:  
أ.د. زبير عياش

من إعداد الطالبة:  
أحلام برحايلي

لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر أ	د. احسين عثمانى
مقرراً	جامعة أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	أ.د. زبير عياش
عضواً	جامعة قسنطينة 2	أستاذ محاضر أ	د. لزهر العابد
عضواً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر أ	د. سماح طلحي
عضواً	جامعة خنشلة	أستاذ محاضر أ	د. ليليا بن منصور
عضواً	جامعة قالمة	أستاذ محاضر أ	د. منير خروف

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي  
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ  
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى  
إِنَّ رَبَّهُ لَسَمِيعٌ عَلِيمٌ

# شكر و عرفان



الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقتني في إنجاز هذه الأطروحة،  
والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان وعظيم التقدير إلى أستاذي المشرف الأستاذ الدكتور " زبير  
عياش" الذي تفضل مشكوراً بقبول الإشراف على هذه الأطروحة وعلى توجيهاته القيمة  
ونصائحه الخالصة ومتابعته المستمرة لإتمام هذا البحث. فجزاه الله تبارك وتعالى عنا كل  
خير وله منا كل التقدير والإحترام.

إلى اللذين كانوا عوناً لنا في بحثنا هذا وزرعوا التفاؤل في دربنا وقدموا لنا الأفكار  
والمعلومات، وأخص منهم بالذكر الأستاذة سعيدة دالي.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة  
وإثراء هذه الأطروحة سلفاً.

كما أشكر كل أساتذتي الذين ساهموا في تكويني في جميع الاطوار وخاصة أساتذة كلية  
العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير -جامعة أم البواقي-

شكر خاص للوالدين الكريمين على مساعدتهما ووقوفهما معي ودعمهما لي، بارك الله في  
عمريهما وجعل ما قدماه في ميزان حسناتهما.

كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا البحث.

فلكل هؤلاء أوجه شكري وتقديري، جزاهم الله عني خير الجزاء.

وأخيراً، فإنه إن كنت قد وفقت في إنجاز هذا العمل، فما توفيقي إلا بالله، أما إن كانت  
هناك أخطاء وقصور -وهذا أمر أكيد- فإنني أتذكر دوماً القول القائل: " لكل شيء إذا ما  
تم نقصان...."

أحلام برحالي



# الإهداء



تجف الكلمات وتتوارى خلف ستار الفضائل والحياء فيعجز اللسان عن نطقها  
وتفيض مشاعر الإنتماء والعرفان، وما كان عساه يوفي حق الوالدين.  
إلى من كلل العرق جبينه وشققت الأيام يديه.

إلى الوالد الكريم الذي بذل الغالي والنفيس لكي أتم مشواري التعليمي، وانتظر بشوق  
ولهفة كبيرين حتى يرى هذا العمل يشرف على ختامه. أمد الله في عمره بالصالحات،  
وألبسه ثوب الصحة والعافية ومتعني ببره ورد جميله.

إلى الينبوع الذي لا يمل العطاء...إلى من حاكت سعادتي بخيوط منسوجة من قلبها، إلى  
من كان دعائها سر نجاحي...إلى زهرة الحياة ونورها... إلى والدتي الغالية.  
إلى الذي شاركني المشوار فقاسمني الحزن والفرح إلى رفيق دربي زوجي العزيز.  
إلى جدتي وجدايا اللذين تركا بصمة القوة والثقة في نفسي.

إلى من حبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فوادي، إلى من أذهبوا بطلتهم علي الهم  
والتعب وأدخلوا بدلا عنها السعادة والفرح والطموح أختي وإخوتي الأعمام.  
إلى مهجة القلب والروح التي سكنت روحي، إلى النفس البريئة وملاكي الغالي: ابني  
معاذ.

إلى الأخت التي لم تدها أمي...إلى من تميزت بالوفاء والعطاء، إلى من كانت معي على  
طريق النجاح والخير... صديقتي سهام.  
إلى أهل زوجي وجميع الأقارب والصديقات.

أحلام برحلي



## المخلص

يهدف هذا البحث إلى دراسة دور كفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية في تمويل المشاريع الإستثمارية، وتم إختيار السوق المالية السعودية لإجراء الدراسة التطبيقية كونها تمثل أكبر سوق عربية من حيث القيمة السوقية أو ما يعرف برسمة السوق وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، وذلك من خلال إختبار كفاءة السوق عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق إضافة إلى تطبيق مجموعة إختبارات إحصائية بواسطة برنامج EViews 9.0 تهدف إلى إختبار السير العشوائي (فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف) لسلسلة العوائد اليومية لمؤشر السوق ونمذجتها بواسطة نموذج ARIMA ARCH باستخدام أسعار الإغلاق اليومية للمؤشر العام للسوق خلال الفترة الممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/31. ويمكن القول بأن نتائج جميع الإختبارات المستخدمة في البحث تكمل بعضها البعض وتوضح إنتهاك فرضية السير العشوائي في السوق المالية السعودية أي أن عوائد مؤشر السوق قابلة للتنبؤ على المدى القصير.

**الكلمات المفتاحية:** أسواق رؤوس الأموال، كفاءة السوق، المشاريع الإستثمارية، أسواق رؤوس الأموال العربية، السوق المالية السعودية.

## Résumé

L'objectif de cette recherche est d'étudier le rôle des marchés des capitaux dans le financement de projets d'investissement, en particulier la bourse des valeurs saoudienne, qui représente le marché le plus important en termes de capitalisation boursière, de capitalisation boursière, de volume et taux de négociation quotidien. En à essayer d'examiner l'évolution des indices de l'efficacité de marché et en mettant en œuvre un ensemble de tests statistiques par Eviews 9.0 destinés au teste de marche aléatoire (hypothèse d'efficacité du marché au niveau faible) de la série de rendements des indices de marché quotidiens et modélisée par le modèle ARIMA ARCH à l'aide des prix de clôture de L' indice général du marché au cours de la période allant du 01/06/2007 au 31/12/2017.

Tous les résultats des tests adoptés dans cette étude montrent que l'hypothèse d'un marche aléatoire sur le marché financier saoudien est en violation, c'est-à-dire que les rendements de l'indice de marché sont prévisibles à court terme.

**Mots-clés:** marchés des capitaux, efficacité du marché, projets d'investissement, marchés des capitaux arabes, marché financier saoudien.

## Abstract

The objective of this research is to study the role of capital markets in the financing of investment projects, in particular the Saudi Stock Exchange, which represents the largest market in terms of market capitalization, market capitalization, volume and daily trading rate. By attempting to examine the evolution of market efficiency indices and by implementing a set of statistical tests by Eviews 9.0 for the random walk test (assumption of low-level market efficiency) of the series daily market index returns and modeled by the ARIMA ARCH model using the closing prices of the General Market Index during the period from 01/06/2007 to 31/12/2017.

All the test results adopted in this study show that the assumption of a random market in the Saudi financial market is in violation, that is to say that the returns of the market index are predictable in the short term.

**Keywords:** capital markets, market efficiency, investment projects, Arab capital markets, Saudi financial market.

# قائمة المحتويات

المحتويات	
	البسمة
	كلمة شكر وعرfan
	الإهداء
I	ملخص باللغة العربية
II	ملخص باللغة الفرنسية
III	ملخص باللغة الإنجليزية
IV	قائمة المحتويات
XIV	قائمة الجداول
XVII	قائمة الأشكال
XX	قائمة الملاحق
أ - ي	المقدمة
61-01	<b>الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق رؤوس الأموال</b>
02	تمهيد
03	1. مفهوم أسواق رؤوس الأموال وموقعها من الأسواق المالية
03	1.1. الأسواق المالية: النشأة والمفهوم
03	1.1.1. نشأة الأسواق المالية
04	2.1.1. مفهوم الأسواق المالية
07	3.1.1. مفهوم سوق رؤوس الأموال
09	2.1. الوظائف الإقتصادية لأسواق رؤوس الأموال
11	3.1. بنية أسواق رؤوس الأموال
11	1.3.1. السوق الأولية (سوق الإصدار)
12	2.3.1. السوق الثانوية (سوق التداول)
12	1.2.3.1. السوق المنظمة (البورصة)
12	2.2.3.1. السوق غير المنظمة
13	1.2.2.3.1. الأسواق الثالثة
13	2.2.2.3.1. السوق الرابعة

14	II. قنوات الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال
14	1.1.2. الأسهم ( أدوات الملكية)
14	1.1.2. مفهوم الأسهم
16	2.1.2. قيم السهم
17	3.1.2. أنواع الأسهم وخصائص كل منها
17	1.3.1.2. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به
18	2.3.1.2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم
18	3.2.1.2. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها
21	2.2. السندات ( أدوات الدين)
22	1.2.2. مفهوم السندات
24	2.2.2. أنواع السندات
24	1.2.2.2. تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار
25	2.2.2.2. تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار
25	3.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الضمان
26	4.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الأجل
26	5.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها
28	6.2.2.2. تقسيم السندات على أساس القابلية للاستدعاء
29	7.2.2.2. تقسيم السندات على أساس العملة التي تحرر بها السندات
29	3.2.2. مقارنة بين الأسهم والسندات
32	3.2. الأدوات المالية المشتقة
32	1.3.2. تعريف المشتقات المالية
32	2.3.2. أدوات المشتقات المالية
32	1.2.3.2. العقود الآجلة
33	2.2.3.2. العقود المستقبلية
33	3.2.3.2. عقود الخيارات
34	4.2.3.2. عقود المبادلات
35	4.2. الصناديق الإستثمارية
35	1.4.2. تعريف الصناديق الإستثمارية

36	2.4.2. مزايا صناديق الإستثمار
37	3.4.2. الأطراف المتعاقدة في صناديق الاستثمار
38	4.4.2. تصنيف صناديق الاستثمار
40	<b>III. كفاءة ومؤشرات أسواق رؤوس الأموال</b>
40	1.3. ماهية كفاءة أسواق رؤوس الأموال
42	1.1.3. مفهوم كفاءة أسواق رؤوس الأموال وأنواعها
42	1.1.1.3. مفهوم كفاءة أسواق رؤوس الأموال
44	2.1.1.3. أنواع كفاءة أسواق رؤوس الأموال
44	1.2.1.1.3. الكفاءة الكاملة
45	2.1.1.3.2. الكفاءة الإقتصادية
45	3.1.1.3. شروط كفاءة أسواق رؤوس الأموال
46	4.1.1.3. عوامل إضعاف كفاءة سوق رؤوس الأموال
47	2.3. متطلبات وأثر المعلومات على كفاءة أسواق رؤوس الأموال
47	1.2.3. متطلبات كفاءة أسواق رؤوس الأموال
48	2.2.3. أثر المعلومات على كفاءة أسواق رؤوس الأموال
50	3.3. فرضيات كفاءة أسواق رؤوس الأموال
50	1.3.3. المستوى الضعيف لكفاءة السوق
51	2.3.3. المستوى شبه القوي لكفاءة السوق
51	3.3.3. المستوى القوي لكفاءة السوق
53	4.3. مؤشرات أسواق رؤوس الأموال
53	1.4.3. تعريف المؤشرات وأنواعها
53	1.1.4.3. تعريف المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية
55	2.1.4.3. أنواع المؤشرات
56	2.4.3. أساليب بناء وتكوين مؤشرات أسواق رؤوس الأموال
57	3.4.3. فوائد إستخدام مؤشرات الأسهم
57	4.4.3. أهم مؤشرات قياس أداء سوق رؤوس الأموال
59	5.4.3. بعض أهم مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العالمية والعربية
61	خلاصة الفصل

121-62	الفصل الثاني: المفاهيم الأساسية لتمويل المشاريع الإستثمارية
63	تمهيد
64	1. المفاهيم الأساسية للإستثمار
64	1.1. مفهوم التمويل وأهميته
64	1.1.1 مفهوم التمويل
65	2.1.1 أهمية التمويل
66	2.1 مفهوم الإستثمار، خصائصه، أهدافه والعوامل المؤثر فيه
66	1.2.1 تعريف الإستثمار
70	2.2.1 خصائص الإستثمار
71	3.2.1 أهداف الإستثمار
72	4.2.1 العوامل المؤثرة على الإستثمار
74	3.1 محددات الإستثمار ومجالاته
74	1.3.1 محددات الإستثمار
76	2.3.1 مجالات الإستثمار
81	4.1 المشروع الإستثماري وعناصره الأساسية
81	1.4.1 تعريف المشروع الإستثماري
83	2.4.1 خصائص المشاريع الإستثمارية
83	II. العلاقة بين العائد والمخاطرة في أسواق رؤوس الأموال
84	1.2 المفاهيم الأساسية للعائد، أنواعه وطرق احتسابه
84	1.1.2 تعريف العائد
85	1.2.2 العوامل المؤثرة على عائد الإستثمار
87	3.1.2 أهمية عائد الإستثمار
88	4.1.2 أنواع عوائد الإستثمار
90	5.1.2 طرق حساب العائد
95	2.2 مفهوم المخاطرة، أنواعها وكيفية قياسها
95	1.2.2 تعريف المخاطرة
96	2.2.2 أنواع المخاطرة
96	1.2.2.2 المخاطر المنتظمة(العامة)

98	2.2.2.2. المخاطر غير المنتظمة
98	3.2.2. أساليب قياس مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية
98	1.3.2.2. الإنحراف المعياري والتباين
99	2.3.2.2. معامل الاختلاف
99	3.3.2.2. معامل بيتا
100	3.2. العلاقة بين العائد والمخاطرة
100	1.3.2. تفسير نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطر
101	2.3.2. العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة
102	III. القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال
103	1.3. مفهوم القرار الإستثماري
103	1.1.3. تعريف القرار الإستثماري
103	2.1.3. خصائص عملية إتخاذ القرار الإستثماري
104	3.1.3. تصنيف القرارات الإستثمارية
105	2.3. المقومات والمبادئ العلمية لاتخاذ القرارات الإستثمارية
105	1.2.3. المقومات الأساسية للقرار الاستثماري
106	2.2.3. المبادئ العلمية لاتخاذ القرارات الإستثمارية
108	3.3. أثر جودة المعلومات المحاسبية على القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال
109	1.3.3. مفهوم جودة المعلومات المحاسبية
112	2.3.3. أهم المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية
114	3.3.3. المعلومات الداخلية وأثرها على قرارات المستثمر في الأوراق المالية
115	4.3.3. أهمية المعلومات المحاسبية
118	4.3. مداخل الإستثمار في الأوراق المالية
118	1.4.3. مدخل المقطع العرضي
118	2.4.3. مدخل التوقعات
119	3.4.3. مدخل هامش الأمان
121	خلاصة الفصل

220-122	<b>الفصل الثالث: واقع أسواق رؤوس الأموال العربية في ظل العولمة</b>
123	تمهيد
124	<b>I. المناخ الإستثماري في الدول العربية في ظل العولمة</b>
124	1.1. عولمة الأسواق المالية ومظاهرها
124	1.1.1. مفهوم العولمة المالية
127	2.1.1. أسس العولمة المالية
128	3.1.1. آثار العولمة المالية على أسواق رؤوس الأموال العربية
131	2.1. سمات المناخ الإستثماري في الدول العربية
131	1.2.1. تعريف المناخ الاستثماري
132	2.1.2. خصائص الإستثمار في الدول العربية
134	3.2.1. الآفاق المستقبلية لتحسين المناخ الاستثماري في الدول العربية
136	3.1. موقع الدول العربية في بعض المؤشرات الدولية لمناخ الإستثمار
145	4.1. التوزيع الجغرافي لمشاريع الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية والشركات الواردة إليها
153	<b>II. خصائص أسواق رؤوس الأموال العربية ونشأتها</b>
154	1.2. خصائص أسواق رؤوس الأموال العربية
163	2.2. نشأة أسواق رؤوس الأموال العربية، التشريعات وآليات العمل فيها
163	1.2.2. سوق الأسهم السعودية
164	2.2.2. بورصة قطر
165	3.2.2. بورصة البحرين
166	4.2.2. بورصة الكويت
167	5.2.2. شركة بورصة عمان للأوراق المالية
169	6.2.2. سوق أبو ظبي للأوراق المالية
170	7.2.2. سوق دبي المالي
171	8.2.2. البورصة المصرية
173	9.2.2. سوق مسقط للأوراق المالية
174	10.2.2. سوق فلسطين
176	11.2.2. سوق دمشق للأوراق المالية

177	12.2.2. سوق بيروت
178	13.2.2. سوق الخرطوم للأوراق المالية
180	14.2.2. بورصة الدار البيضاء
181	15.2.2. بورصة تونس
182	16.2.2. سوق المال الليبي
183	17.2.2. سوق العراق للأوراق المالية
184	18.2.2. بورصة الجزائر
187	III. تطورات أداء أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)
187	1.3. تطور أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)
187	1.1.3. أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2010-2017/09)
192	2.1.3. أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال مؤشر إتحاد البورصات العربية (2010-2017)
193	2.3. تحليل تطورات أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها (2010-2017)
193	1.2.3. تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)
197	2.2.3. تطور إجمالي سيولة أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)
202	3.2.3. تطور الإستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية (2011-2016)
207	4.2.3. تطور الإصدارات الأولية في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2015)
207	1.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في أسواق رؤوس الأموال العربية
210	2.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من السندات في أسواق رؤوس الأموال العربية
210	1.2.4.2.3. نشاط الإصدارات الأولية من سندات الشركات العربية
213	1.2.4.2.3. نشاط الإصدارات الأولية من السندات الحكومية في الدول العربية
215	3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الصكوك في أسواق رؤوس الأموال العربية
215	1.3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من صكوك الشركات
217	2.3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الصكوك الحكومية
220	خلاصة الفصل

-221 295	<b>الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)</b>
222	<b>تمهيد:</b>
223	<b>I. السوق المالية السعودية</b>
223	1.1.1. نشأة وتطور السوق المالية السعودية
223	1.1.1.1. نبذة تاريخية عن السوق المالية السعودية
225	2.1.1. مراحل التطور التقني والبنية الفنية لأنظمة التداول والتسجيل والتقاص والتسويات ونشر معلومات السوق ومراقبة السوق
227	3.1.1. خصائص السوق المالية السعودية «تداول»
228	4.1.1. أقسام السوق المالية السعودية «تداول» والأدوات الإستثمارية المتداولة فيها
232	2.1. الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية السعودية
233	1.2.1. نظام السوق المالية
233	2.2.1. البنية التنظيمية للسوق المالية السعودية
237	3.2.1. اللوائح التنفيذية للسوق المالية السعودية
239	3.1. أهم التغييرات التي اتخذتها السوق المالية السعودية لجذب المستثمر الأجنبي
239	1.3.1. أهداف فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار الأجنبي
240	2.3.1. أحدث تعديلات هيئة السوق المالية فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب المؤهلين وانعكاساتها
243	3.3.1. أهم تطورات شركة السوق المالية السعودية «تداول»
246	<b>II. تطور نشاط السوق المالية السعودية في تمويل المشاريع الإستثمارية (2007-2017)</b>
246	1.2. تطور أداء السوق المالية السعودية «تداول» في المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (2007-2017)
246	1.1.2. المؤشر العام للسوق المالية السعودية
247	2.1.2. حساب المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI
248	3.1.2. خصائص المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI
248	4.1.2. أداء مؤشر السوق المالية السعودية (2007-2017)
250	2.2. أداء السوق المالية السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي (2007-2017)
251	3.2. إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق

251	1.3.2. حجم السوق المالية السعودية
251	1.1.3.2. حجم السوق المالية السعودية قياسا بمعدل رسملة السوق (القيمة السوقية)
254	2.1.3.2. حجم السوق المالية السعودية قياسا بعدد الشركات المدرجة
256	2.3.2. سيولة السوق المالية السعودية
256	1.2.3.2. مؤشر معدل التداول
257	2.2.3.2. مؤشر معدل دوران السهم
258	4.2. تحليل مؤشرات تخصيص الإستثمارات في السوق المالية السعودية (2007-2017)
266	III. التحليل القياسي لنموذج كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف
266	1.3. دراسة الإحصاءات الوصفية لبيانات السلسلة الزمنية اليومية للوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية (LOGTASI)
267	2.3. دراسة استقرارية لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر السوق المالية السعودية (إختبارات جذر الوحدة)
269	1.2.3. دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية
270	2.2.3. اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) Dicky-Fuller Augmente Test
272	3.2.3. اختبار فيليبس وبيرون "Phillips and Perron" (PP)
273	4.2.3. إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin (KPSS)
274	3.3. دراسة استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (إختبارات جذر الوحدة)
275	1.3.3. دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
276	2.3.3. اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
277	3.3.3. اختبار فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
278	4.3.3. إختبار (KPSS) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
278	4.3. إختبارات السير العشوائي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
279	1.4.3. إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية
280	2.4.3. إختبار إستقلالية التغيرات السعرية المتتالية
280	1.2.4.3. إختبار "BDS" للإستقلالية
281	2.2.4.3. إختبار نسبة التباين Variance Ratio Test
283	5.3. التقدير والتنبؤ بعوائد مؤشر السوق المالية السعودية على المدى القصير

283	1.5.3. نموذج بوكس جينكينز
285	1.1.5.3. تقدير النموذج واختبار صلاحيته
289	2.5.3. نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين ARCH
289	1.2.5.3. تقدير النموذج الممثل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
291	2.2.5.3. فحص ملائمة النموذج الممثل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية
294	3.5.3. التنبؤ بعوائد مؤشر السوق المالية السعودية
295	خلاصة الفصل
301-296	الخاتمة
320-302	المصادر والمراجع
330-321	الملاحق

# فائمة الخطا اول

قائمة الجداول:

الصفحة	العنوان	الرقم
30	مقارنة بين خصائص السند والسهم	(1.1)
67	الفرق الإستثمار المضاربة والمقامرة	(1.2)
107	خصائص المعلومات المحاسبية المفيدة	(2.2)
133	وضع الدول العربية في مؤشر الحرية الإقتصادية ما بين سنتي 2010-2017	(1.3)
135	وضع الدول العربية في مؤشر التنافسية العالمية ما بين سنتي 2010-2016	(2.3)
137	وضع الدول العربية في مؤشر سهولة أداء الأعمال ما بين سنتي 2010-2016	(3.3)
138	وضع الدول العربية في مؤشر التنمية البشرية ما بين سنتي 2010-2015	(4.3)
142	تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية لسنتي 2015-2016	(5.3)
143	تطور تدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية بين سنتي 2010-2016	(6.3)
145	تطور أرصدة الإستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية بين سنتي 2010-2016	(7.3)
147	توزيع إجمالي مشاريع الإستثمارات الجديدة الواردة إلى الدول العربية خلال الفترة 2003-2016	(8.3)
150	عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية سنتي 2016-2017	(9.3)
152	حصص المتداولين من التعاملات في بعض أسواق المال العربية لسنتي 2014-2015	(10.3)
154	معدل التقلب في مؤشر أسعار الأوراق المالية العربية سنتي 2014-2015	(11.3)
186	تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2010-2017)	(12.3)
191	تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)	(13.3)
196	تطور مؤشرات تداول أسواق رؤوس الأموال العربية	(14.3)
200	تطور تعاملات المستثمر الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية (2011-2016)	(15.3)
228	الفرق بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار المتبادل	(1.4)
229	فترات التداول في السوق المالية السعودية «تداول»	(2.4)
246	تطور قيمة مؤشر السوق المالية السعودية (2007-2017)	(3.4)
247	تطور مؤشر صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية (2007-2017)	(4.4)
249	تطور مؤشرات نمو السوق المالية السعودية (2007-2017)	(5.4)

256	تطور نسبة الرسملة السوقية (%) لقطاعات السوق المالية السعودية (2007-2016)	(6.4)
257	تطور القوة النسبية (%) لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية (2007-2016)	(7.4)
259	تطور القوة النسبية (%) لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية (2017)	(8.4)
260	تطور القوة النسبية (%) لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالية السعودية (2008-2015)	(9.4)
262	تطور القوة النسبية (%) لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالية السعودية (2016-2017)	(10.4)
263	الإحصاءات الوصفية لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية (LOGTASI)	(11.4)
268	نتائج اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(12.4)
269	نتائج اختبارات فيليبس وبيرون على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(13.4)
270	نتائج إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية.	(14.4)
273	نتائج اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(15.4)
274	نتائج اختبارات فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(16.4)
275	نتائج إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية.	(17.4)
278	نتائج إختبار BDS على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(18.4)
279	نتائج إختبار نسبة التباين لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(19.4)
282	نتائج تقدير ARIMA (3,1,2)	(20.4)
285	نتائج إختبار وجود أثر ARCH	(21.4)
286	نتائج إختبار تقدير النموذج ARIMA (3,1,2)- ARCH (2)	(22.4)
289	نتائج إختبار تجانس التباين الشرطي لبواقي تقدير النموذج ARIMA (3,1,2)-ARCH (2)	(23.4)



# قائمة الأشكال الهندسية



الصفحة	العنوان	الرقم
06	تصنيف الأسواق المالية	(1.1)
50	آلية تحرك القيمة السوقية وفقا للفرضيات الثلاثة لكفاءة السوق	(2.1)
64	التمويل المباشر وغير المباشر	(1.2)
67	الفرق بين المستثمر والمقامر	(2.2)
79	تصنيف الإستثمارات	(3.2)
98	منحنيات السواء للمستثمر	(4.2)
100	العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة	(5.2)
108	الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية	(6.2)
187	تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2010-2017/09)	(1.3)
188	تطور قيمة مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 (2010-2017)	(2.3)
192	تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)	(3.3)
197	تطور مؤشرات تداول أسواق رؤوس الأموال العربية	(4.3)
201	تطور تعاملات الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2016)	(5.3)
203	أنواع الإصدارات الأولية في أسواق رؤوس الأموال العربية	(6.3)
205	تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2015)	(7.3)
208	تطور إصدارات سندات الشركات العربية (2010-2015/)	(8.3)
210	تطور إصدارات السندات الحكومية في الدول العربية (2010-2015)	(9.3)
212	تطور حجم إصدارات صكوك الشركات في الدول العربية (2010-2015)	(10.3)
214	تطور حجم إصدارات الصكوك الحكومية في الدول العربية (2010-2015)	(11.3)
247	تطور المؤشر السعودي والأرباح المجمعة للشركات المدرجة بالسوق (1996-2017)	(1.4)
250	تطور معدل رسملة السوق المالية السعودية (2007-2017)	(2.4)
251	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2007-2017)	(3.4)
252	مقارنة السوق المالية السعودية مع الأسواق الناشئة من حيث عدد الشركات المدرجة والسيولة لسنة 2017	(4.4)
253	تطور معدل التداول في السوق المالية السعودية (2007-2017)	(5.4)
254	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالية السعودية (2007-2017)	(6.4)

265	التمثيل البياني لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(7.4)
266	دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(8.4)
271	التمثيل البياني لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(9.4)
272	دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(10.4)
276	إختبارات التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(11.4)
281	نتائج المفاضلة بين نتائج إختبار ARMA	(12.4)
283	دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة البواقي	(13.4)
283	دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة مربعات البواقي	(14.4)
284	إختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي	(15.4)
288	التمثيل البياني لسلسلة بواقي النموذج المقدر (2) ARCH-ARIMA (3,1,2) مقارنة مع بواقي سلسلة RT	(16.4)
289	إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج (2) ARCH-ARIMA (3,1,2)	(17.4)
290	تقلبات مؤشر الإغلاق اليومي للسوق المالية السعودية حسب نموذج (2) ARCH	(18.4)
291	التنبؤ بقيم وتباينات بواقي النموذج المقدر	(19.4)

# قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

الصفحة	العنوان	الرقم
322	اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(01)
323	إختبارات فيليبس بيرون على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(02)
325	إختبار (KPSS) على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية	(03)
325	اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(04)
326	اختبارات اختبار فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(05)
328	إختبار (KPSS) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(06)
329	إختبار BDS على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(07)
329	إختبار نسبة التباين لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية	(08)
330	جدول التوزيع لديكي فولر	(09)



# المقدمة



شهدت السنوات الأخيرة إهتماماً متزايداً من قبل المحللين الماليين والمستثمرين بأسواق رؤوس الأموال في الدول النامية والدول المتقدمة على حد سواء، حيث أصبح وجودها ضرورة ملحة أملتها الظروف الاقتصادية العالمية، ونظراً للدور الهام الذي تؤديه والمتمثل في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الإقتصاد الوطني من خلال توفير التمويل اللازم لتوسيع الأنشطة الإنتاجية للمشاريع الإستثمارية، وهو ما ينعكس على زيادة الدخل والتوظيف وبالتالي تحسين معدلات رفاهية الأفراد، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق باعتبارها الوعاء الذي عن طريقه يتم توجيه هذه الموارد نحو الفرص الإستثمارية الأكثر كفاءة وربحية، وقد ثبت بالتجارب العلمية أن تلك الأسواق تمثل فرصاً استثمارية ممتازة وعامل جذب هام لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية. وتساهم كفاءة أسواق رؤوس الأموال وتنظيمها مساهمة إيجابية في النمو الإقتصادي الشامل للبلاد، فبدون تلك الأسواق لا تستطيع المجتمعات الحصول على الموارد المالية الكافية لتمويل وتطوير المشاريع الإستثمارية. وبالتحديد المشاريع ذات الحجم الكبير.

يعتبر الإستثمار محور الحياة الإقتصادية والمحرك الأساسي لعملية التنمية والذي على أساسه تحقق الأهداف المسطرة مسبقاً، حيث يلعب دور هام على مستوى التوظيف والرفاهية وتوزيع الدخل والقضاء على الفقر، أما على مستوى الوحدات الإقتصادية فإن الإستثمار يمكن من تحقيق المردودية المالية للمستثمر والمردودية العامة للمجتمع على حد سواء إذا كان توجيهه بصورة عقلانية نحو هذين الهدفين. ولتوفير التمويل اللازم والكافي لمختلف المشاريع الإستثمارية لابد من توفر مصدر مرن يضمن لها الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لتحقيق أهدافها المسطرة والمتمثل في أسواق رؤوس الأموال.

عرفت أسواق رؤوس الأموال تطورات هائلة خلال السنوات الأخيرة سواء من حيث الأدوات المالية الجديدة أو من حيث التغيرات الهيكلية في تقسيمات الأسواق واستحداث أسواق جديدة وتطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والنقاص، الأمر الذي استدعى مختلف الدول لبذل جهود مكثفة لمواكبة هذه التحديثات ومن بينها الدول العربية، حيث تعد حاجة اقتصاديات الدول العربية إلى سوق كفؤة لرؤوس الأموال شيء إلزامي للنهوض باقتصادياتها وذلك للدور الإستراتيجي الذي تقوم به في عملية التنمية الإقتصادية وبشكل خاص من الناحية التمويلية، عن طريق تحريك الإيداع الحر نحو طالبي الرساميل من الأشخاص المعنوية التي تدعو إلى الإكتتاب العام في سندات وأصولها المالية، ولهذا تحاول الدول العربية في ظل هذه التحولات التي طرأت على النظام المالي خلق مثل هذه الأسواق أو دعم القائمة منها لمسايرة التغيرات التي مست المالية الدولية من جهة والتمويل المباشر للمشاريع الإستثمارية من جهة أخرى، ويأتي التركيز في هذه المحاولات على خلق إطار قانوني

ومؤسسي ومالي يساهم في زيادة حجم وفعالية المدخرات المالية والمشاريع الإستثمارية المحلية والأجنبية في آن واحد.

نقلت الدول العربية اهتمامها بموضوع أسواق رؤوس الأموال إلى موقع التطبيق وأقامت أسواقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تكفل نجاحها، ومع ذلك وعلى الرغم من مرور حقبة زمنية معتبرة على إنشاء بعض أسواق رؤوس الأموال العربية إلا أنها مازالت تعاني من التخلف، رغم الإصلاحات التي قامت بها كل دولة على حدى في سوقها المحلية ورغم الجهود الكبيرة التي بذلتها البلدان العربية لتطوير القطاع المالي بها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق التي تعتبر سمات مشتركة بينها حالت دون تحقيق الهدف المرجو من إنشاء هذه الأسواق. وعليه فإن هذه السوق قد تكون ناجحة وفاعلة، كما يمكن أن تكون هامشية، ويمكن أيضا أن تكون وسيلة لتبديد الموارد بدلا من تعبئتها وتأمين كفاءة استخدامها.

### 1. إشكالية الدراسة:

مما سبق ونظرا لأهمية أسواق رؤوس الأموال والدور الذي تؤديه في عصرنا الحالي كونها أصبحت القلب النابض للحياة الاقتصادية، تبرز إشكالية بحثنا والتي يمكن طرحها في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى كفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية في تمويل المشاريع الاستثمارية؟ وما هو واقع ذلك في السوق المالية السعودية؟

ولإحاطة بالموضوع من جميع جوانبه، ولتحديد الإطار العام للدراسة نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما هي متطلبات كفاءة أسواق رؤوس الأموال وما هي مؤشرات قياس أدائها وتطوراتها؟

2. تتأثر عملية اتخاذ القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال بمجموعة من العوامل ما هي؟

3. ما مدى قدرة أسواق رؤوس الأموال العربية، على جذب وتمويل المشاريع الإستثمارية المحلية والأجنبية؟ وهل الإصلاحات التي تمت في مختلف هذه الأسواق كافية من أجل النهوض بها وتفعيل دورها التنموي في اقتصادياتها العربية؟

4. هل فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف (السير العشوائي) محققة في السوق المالية السعودية بالإعتماد على عوائد مؤشر السوق (TASI) خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 أو لا ؟

## 2. فرضيات الدراسة:

بهدف الإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المطروحة تم وضع مجموعة من الفرضيات، التي سوف يتم تدعيمها أو رفضها والمتكونة من:

1. تتحدد كفاءة السوق من خلال توفر المعلومات الضرورية للمتعاملين فيه خلال نفس الفترة وبأقل التكاليف، ومن خلال معدلات رسملة السوق والسيولة وعدد الشركات المدرجة.

2. تعتبر القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال من أعقد القرارات وأكثرها مخاطرة، نظرا لحساسيتها وبعدها الإستراتيجي وكذا التغيرات السريعة التي باتت تشهدها هذه الأسواق والساحة الإقتصادية ككل، لذلك ينبغي التعامل مع مثل هذه القرارات بكثير من الموضوعية وإجراء دراسة تفصيلية وشاملة لمختلف جوانب المشروع الإستثمار المراد الإستثمار فيه لتحديد الفرص التي يمكن اقتناصها وحصص المخاطر والتهديدات التي قد يتعرض لها مستقبلا ومن ثم ترشيد القرارات الإستثمارية واتخاذها بصورة سليمة وصائبة.

3. على الرغم من توفر بعض الدول العربية على نفس مقومات إنشاء أسواق رؤوس الأموال التي تتوفر عليها الدول المتقدمة ورغم الجهود المبذولة من طرفها لمسايرة تطورات هذه الأسواق، إلا أنها مازالت متخلفة ولم تؤدي الدور المطلوب منها وهو تمويل التنمية الاقتصادية.

4. رغم التطورات المختلفة التي شهدتها السوق المالية السعودية منذ إنشائها وخاصة بعد انضمامها إلى مؤشر الأسهم العالمية للأسواق الناشئة «فوتسي»، إلا أن فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف (السير العشوائي) غير محققة في السوق المالية السعودية.

### 3. أسباب اختيار الموضوع:

يمكن حصر أهم الأسباب الدافعة لاختيار هذا الموضوع فيما يلي:

1. الإرتباط الوثيق الموجود بين الموضوع وطبيعة الإختصاص "مالية وبنوك"، كما أنه يمثل مجالاً خصباً للبحث باعتبار أن أسواق رؤوس الأموال تعتبر صورة عاكسة لمدى تطور الإقتصاد، وترتبط أهميتها بدرجة كفاءتها. كما أن الموضوع يقع ضمن دائرة الميول والرغبة الشخصية.
2. بالرغم من أن بعض أسواق رؤوس الأموال العربية قامت على أسس تنظيمية وتشريعية متقدمة، إلا أن أداءها يكشف أنها تواجه مجموعة من المعوقات التي ساهمت في تعقيد وضعها الراهن.
3. الرغبة في التحكم في الإختبارات القياسية لكفاءة أسواق رؤوس الأموال، والتعمق في نظرية كفاءة أسواق رؤوس الأموال وتتبع تطوراتها.

### 4. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة من خلال إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبيين الدور الذي تؤديه أسواق رؤوس الأموال ، كونها تمثل أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الوحدات الإقتصادية في نشاطها، فسوق رؤوس الأموال هو بمثابة وسيلة فعالة لجذب الإستثمارات وتعبئة المدخرات لمواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي إحتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الإستثمارية، فضلاً عن هذا فإن عملية تمويل الإستثمارات عن طريق السوق المالية أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الإقتصادية.

تتبع أهمية البحث أيضاً من تطرقه لقياس كفاءة أكبر سوق في المنطقة العربية من حيث القيمة السوقية وذلك من خلال تحليل مؤشرات السوق واعتماد مجموعة من الإختبارات الإحصائية، ولذلك لغرض تأكيد أو نفي فرضية كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف.

5. أهداف الدراسة:

بالإضافة إلى الإجابة على إشكالية البحث واختبار الفرضيات المعتمدة فيها، فإننا نهدف إلى:

1. تسليط الضوء على مفاهيم أسواق رؤوس الأموال وفهم آلية عملها وعوامل رفع كفاءتها والعوامل المؤثرة فيها.

2. التعرف على أهم التطورات المتعلقة بموضوع كفاءة أسواق رؤوس الأموال ومختلف المؤشرات المعتمدة لمعرفة ما إذا كانت سوق رؤوس الأموال تتمتع بالكفاءة أو لا.

3. الوقوف على واقع أسواق رؤوس الأموال العربية والمعوقات التي تحول دون تطورها ومواكبتها للمستجدات العالمية.

4. محاولة تقديم رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق رؤوس أموال فعالة، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في أسواق رؤوس الأموال العربية بصفة عامة والسوق المالية السعودية بصفة خاصة، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاما في تفعيلها.

5. اختبار كفاءة السوق المالية السعودية باستعمال مجموعة من الإختبارات والنماذج الإحصائية.

6. منهج الدراسة:

من أجل دراسة إشكالية موضوع بحثنا، والإجابة على الأسئلة المطروحة وإثبات أو نفي الفرضيات المعتمدة في الدراسة، سنحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والإقتصادية، وعليه سيكون المنهج المعتمد وصفا فيما يتعلق بالفصل الأول والثاني باعتباره الأنسب لما يتضمنانه من مفاهيم حول أسواق رؤوس الأموال والتمويل والمشاريع الإستثمارية، كما سنقوم باعتماد المنهجين الوصفي والتحليلي في الفصل الثالث لرصد التطورات وتحليل المعطيات الرقمية لآداء أسواق رؤوس الأموال العربية خلال فترة الدراسة. كما سنقوم بإسقاط الجانب النظري من الدراسة على الواقع العملي وهذا من خلال تدعيم الجزء النظري من الدراسة بجزء تطبيقي يتمثل في الفصل الرابع، والذي اعتمدنا فيه منهج دراسة حالة مستخدمين الأدوات الإيضاحية كالجداول والأشكال

والمنحنيات البيانية إضافة إلى مجموعة من النماذج والأدوات الإحصائية لاختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة من 2007 إلى 2017 باستعمال برنامج EViews 9.0.

## 7. مجتمع وفترة الدراسة:

بناء على إشكالية الدراسة والأهمية والأهداف المرجوة من موضوع الدراسة، ومن أجل تحقيق ما سبق ولإضفاء الطابع التطبيقي للدراسة سنعتمد في ذلك على تحليل أسواق رؤوس الأموال العربية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2017 للتعرف على أدائها ومستوى مساهمتها في تمويل المشاريع الإستثمارية، ومن ثم دراسة السوق المالية السعودية وتحليل مؤشرات أداءها وكفاءتها خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017، ل يتم بعد ذلك دراسة كفاءة هذه السوق خلال نفس الفترة عند المستوى الضعيف. ويرجع السبب في اختلاف فترتي الدراسة في الفصلين الثالث والرابع إلى عدم توفر البيانات المطلوبة.

## 8. موقع البحث من الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات التي تتقاطع مع موضوع بحثنا، وأهمها ما يلي:

1. وليد أحمد صافي؛ الأسواق المالية العربية الواقع والآفاق، وهي عبارة عن رسالة دكتوراه مقدمة بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير لجامعة الجزائر سنة 2003، حيث تدور إشكالية البحث حول: إمكانية الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية ومن ثمة إقامة سوق أوراق مالية عربية حتى تستطيع الدول العربية والمستثمرين العرب من توظيف مدخراتهم المالية الموظفة في الخارج والتي منيت بخسائر وهزات كلما تعرضت الأسواق المستقطبة لها لهزات عنيفة، وإلى أي مرحلة وصلت لها الأسواق المالية العربية من الإصلاحات والتطورات لكي تستطيع إسترجاع وتوظيف رؤوس الأموال العربية المستثمرة في الخارج واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية؟

حيث توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجه عدة عوائق حالت دون تحقيقه ونحن متفقون معه في هذه النقطة لكن الإختلاف كان في النتيجة التي توصل إليها هو أن تطور الأسواق المالية العربية مرتبط بتطور أسواق السلع والخدمات وحجم المبادلات، حيث يرى أنه هناك إرتباط وثيق بين السوقين ونحن نرى أن الحل ليس الترابط بين السوقين وإنما إصلاح أوجه القصور المتمثلة في جانب توحيد التشريعات

والتنظيمات، توسيع نطاق السوق، وإزالة كافة الاضطرابات في السياسات الاقتصادية المتبعة وتوفير مناخ استثماري ملائم يساعد على نشأة وتطور المشاريع الإستثمارية.

2. سامية زيطاري، **ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية)**، عبارة عن أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع الإقتصاد القياسي، قدمت سنة 2004 بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير لجامعة الجزائر، جاءت هذه الدراسة في جزئين؛ إهتم الجزء الأول بأسواق الأوراق المالية وهو نقطة مشتركة مع دراستنا، في حين اهتم الجزء الثاني بديناميكية أسواق الأوراق المالية العربية ومقارنتها بالأسواق الناشئة والمتطورة من حيث فعاليتها، تذبذبها واندماجها مع بعضها ومع الأسواق المتطورة والناشئة، وهو يختلف عن موضوع دراستنا إلا أن الباحثة في رأينا أهملت جانب مهم يتعلق بسبل تفعيل وتطوير الأسواق المالية العربية.

إن أهم نتيجة توصلت إليها الباحثة أنه قد تكون الأسواق المالية العربية في بداية مشوارها نحو الإدماج الجهوي أو العالمي وطالما أنه ليس هناك إدماج كامل فيإمكانها أن توفر فرص إستثمارية مغرية للمستثمر الأجنبي العربي أو غير العربي، لكن هذه الوضعية ليست كافية لجذب المستثمر الأجنبي ما لم يتوفر المحيط المثالي للإستثمار مثل الإستقرار الإقتصادي والسياسي و...، وكذا ما لم تكن سوق الأوراق المالية تتبع المعايير المعمول بها دوليا من محاسبة وتسوية وإفصاح ومراقبة وقوانين لحماية المستثمر وغيرها من الشروط الضرورية للآداء الفعّال للسوق.

3. مونية سلطان؛ **كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني -دراسة حالة بورصة ماليزيا**، وهي رسالة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية بجامعة محمد خيضر -بسكرة- سنة 2014-2015، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول دور كفاءة الأسواق المالية الناشئة في الإقتصاد بشكل عام وفي ماليزيا بشكل خاص وتأثير حوكمة الشركات عليها. قسمت الباحثة دراستها إلى أربعة فصول، تناولت في الفصلين الأول والثاني مدخل إلى الأسواق المالية والإطار النظري لكفاءة الأسواق المالية الناشئة، وهو ما يمثل نقطة مشتركة مع دراستنا، أما الفصل الثالث فتطرق من خلاله الباحثة إلى تأثير كفاءة الأسواق المالية الناشئة بالأزمة المالية وحوكمة المؤسسات، في اهتمت في الفصل الرابع بدراسة كفاءة بورصة ماليزيا ودورها في الإقتصاد وهو ما يعتبر نقطة اختلاف عن دراستنا.

توصلت الباحثة من خلال دراستها إلى أن لبورصة ماليزيا سوق عادي يتم التعامل فيه بالأدوات التقليدية وآخر إسلامي يتم التعامل فيه بالصكوك الإسلامية حيث أن غالبية المعاملات تتم في السوق الإسلامي، وأن السوق الماليزية متطورة لكنها لا تتميز بالكفاءة الكاملة بل تسعى جاهدة إليها وتم إبراز ذلك من خلال دراسة مجموعة من المؤشرات والمتمثلة في الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة وحجم السيولة التي تتمتع بها السوق الماليزية.

4. حوحو فطوم؛ سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية "دراسة حالة السوق المالي السعودي"، وهي رسالة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية بجامعة بسكرة سنة 2014-2015، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول ماهية السياسات والسبل التي تعمل على تفعيل دور الأسواق المالية العربية.

قسمت الباحثة دراستها إلى أربعة فصول، تناولت في الفصلين الأول والثاني مفاهيم عامة حول الأسواق المالية والأسواق المالية العربية على الترتيب، وهو ما يمثل نقطة مشتركة مع بحثنا. أما الفصل الثالث فاهتمت الباحثة فيه بإبراز فعالية السياسات الاقتصادية في تطوير نشاط السوق المالية في حين تناولت من خلال الفصل الرابع دراسة حالة السوق المالي السعودي وسلطت الضوء على السياسات المتبع على مستوى الاقتصاد السعودي ومدى تأثيرها على أداء وفعالية السوق المالي وهو ما يمثل نقطة اختلاف عن دراستنا.

توصلت الباحثة من خلال دراستها إلى أن هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية والسياسة المالية وتنمية السوق المالية، وأن هذا الترابط ينبع أساسا من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد وأسواق رأس المال حيث لأدوات السياسة النقدية تأثير كبير على أداء الأسواق المالية من خلال إجراءات النظام المصرفي.

5. عائشة بخالد؛ إختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف -دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة 1928-2014، وهي رسالة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية تخصص: دراسات مالية واقتصادية بجامعة قاصدي مرباح بورقلة سنة 2015، وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول إختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف خلال الفترة الممتدة من 1928 إلى 2014.

قسمت الباحثة دراستها إلى ثلاثة فصول، حيث تناولت في الفصل الأول الأبعاد النظرية لفرضية كفاءة أسواق رأس المال (1965-1991)، سلطت فيه الضوء على مفهوم الكفاءة وفرضياتها ومتطلباتها والإختبارات التقليدية والحديثة لكفاءة السوق. وضمنت الفصل الثاني الدراسات السابقة لموضوع دراستها أما الفصل الثالث فاهتمت من خلاله باختبار كفاءة سوق نيويورك عند المستوى الضعيف وهو ما يمثل نقطة مشتركة مع دراستنا.

توصلت الباحثة من خلال دراستها إلى أن عوائد مؤشر داو جونز الصناعي قابلة للتنبؤ على المدى القصير والطويل وأن سوق نيويورك المالي غير كفؤ عند المستوى الضعيف خلال الفترة من 1924 إلى 2014، ومن أهم الأسباب التي تعرقل كفاءته استعانة فئة من المتعاملين فيه بتكنولوجيات الإتصال وأنظمة المعلومات المتطورة للتلاعب والتحايل في السوق لتحقيق أرباح غير عادية.

6. عمار زودة؛ **الدور الإقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر**، وهي رسالة دكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص: مالية، بجامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي- سنة 2016-2017. وتتمحور إشكالية هذه الدراسة حول الدور الإقتصادي لسوق الأوراق المالية في دفع عملية التنمية الإقتصادية ومتطلبات تطوير بورصة الجزائر لإحداث هذا الدور في الجزائر.

قام الباحث بتقسيم دراسته إلى أربعة فصول، حيث اهتم في الفصل الأول والثاني بالإطار المفاهيمي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية وبدراسة كفاءة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياس نموها وأدائها وهو ما يمثل نقطة مشتركة مع دراستنا. أما الفصل الثالث فخصه لدراسة التنمية الإقتصادية وهو ما يختلف عن موضوع دراستنا، والفصل الرابع تناول فيه تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء أسواق الأوراق المالية وهو ما يختلف فيه أيضا عن موضوع دراستنا. أما الفصل الخامس فمثل هو الآخر نقطة مشتركة أخرى مع موضوع دراستنا حيث تناول من خلاله أهم المتطلبات الواجب توفرها لرفع حجم ومستوى أداء أسواق الأوراق المالية العربية لتساهم بكفاءة في تحقيق الدور المنوط إليها. أما الفصلين السادس والسابع فخصصهما لعرض واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر للوقوف على مستوى مساهمتها في التنمية الإقتصادية في الجزائر، وهو ما يمثل نقطة إختلاف أخرى مع دراستنا.

9. هيكل الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية البحث وانطلاقاً من الفرضيات التي تم صياغتها تم تقسيم البحث إلى أربعة فصول رئيسية تسبقهم مقدمة تتضمن الأبعاد الأساسية لموضوع البحث وإشكاليته وتعقبهم خاتمة تتضمن النتائج التي سنتوصل إليها.

حيث يتطرق الفصل الأول إلى الإطار النظري لأسواق رؤوس الأموال مبرزاً مفهوم أسواق رؤوس الأموال وموقعها من الأسواق المالية وقنوات الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال بالإضافة إلى كفاءة ومؤشرات أسواق رؤوس الأموال.

أما الفصل الثاني فخصص لدراسة المفاهيم الأساسية لتمويل المشاريع الإستثمارية من خلال عرض المفاهيم الأساسية للإستثمار والوقوف على خصائصه، وتوضيح العلاقة بين عائد ومخاطر الإستثمار في الأوراق المالية إضافة إلى عرض مفهوم القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال، خصائصها وأثر جودة المعلومات المحاسبية عليها.

بينما يتضمن الفصل الثالث واقع أسواق رؤوس الأموال العربية في ظل العولمة مبرزاً أهم سمات المناخ الإستثماري في الدول العربية وخصائص أسواق رؤوس الأموال العربية ونشأتها إضافة إلى تحليل تطور أداءها خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2017.

أما الفصل الرابع فخصص لإختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)، وتم التركيز من خلاله على دراسة السوق المالية السعودية وتحليل تطور نشاطها خلال فترة الدراسة للوقوف على مدى مساهمتها في تمويل المشاريع الإستثمارية والتحليل القياسي لنموذج كفاءة هذه السوق عند المستوى الضعيف بالإعتماد على عوائد مؤشر السوق والإختبارات القياسية باستخدام برنامج EViews 9.0.



# الفصل الأول: الإطار النظري لأسواق رؤوس الأموال



**تمهيد:**

تعتمد معظم الاقتصاديات في تمويلها على ما يعرف بسوق رؤوس الأموال ودون شك تعتبر هذه السوق بمثابة القلب النابض للاقتصاديات المعاصرة، وعليه أصبح موضوع أسواق رؤوس الأموال من الموضوعات المهمة التي نالت اهتمامات الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، ويرجع هذا الاهتمام بأسواق رؤوس الأموال إلى مجموعة من العوامل، فبالإضافة إلى أن أسواق رؤوس الأموال تعتبر أداة مهمة في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في مجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني فإن انحصار الملكية العامة وزيادة توسع القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي في مجال المعلومات والاتصالات، وتحرير النظم الاقتصادية بالعديد من الدول شكلت في مجموعها عاملاً مؤثراً على ظهور ونمو أسواق رؤوس الأموال بالعديد من دول العالم. وبالتالي نهدف من خلال هذا الفصل تعميق المعرفة بالجوانب النظرية حول أسواق رؤوس الأموال والذي قسم إلى المباحث التالية:

أ. مفهوم أسواق رؤوس الأموال وموقعها من الأسواق المالية

ب. قنوات الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال

ج. كفاءة ومؤشرات أسواق رؤوس الأموال

## 1. مفهوم أسواق رؤوس الأموال وموقعها من الأسواق المالية

تعتبر الأسواق المالية مرآة الإقتصاد لكل دولة، كما أنها تعتبر مصدر من مصادر التمويل للإقتصاد، كما تلعب دور الوسيط الذي يجمع بين أصحاب الفوائض المالية من أجل توظيفها والحصول على عائد وبين أصحاب العجز المالي الذين يبحثون على مصادر لتمويل مشاريعهم.

### 1.1. الأسواق المالية: النشأة والمفهوم

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لإلتقاء تيارى الطلب والعرض باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق.

إلا أن ما يميز الأسواق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل، وهي تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن.

#### 1.1.1. نشأة الأسواق المالية

أدى التطور في التبادل التجاري الدولي والإنتاج الصناعي الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الكبيرة مما حفز الأفراد والجماعات إلى ابتكار مؤسسات قادرة على تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة وتوسيع قاعدة الملكية للمشاريع. وتشير الوقائع إلى أن الأسواق المالية تلعب دورا هاما في دفع عجلة النمو الإقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفها.

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبطت بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى حيث ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة للتبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا، ثم انتقلت إلى بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر وتحديدا في مدينة بروج البلجيكية، وقامت العائلات التي تعمل في مجال الصرافة بالإجتماع في منزل السيد فاندر بورز حيث كانت تتم عمليات البيع والشراء وتبادل البضائع وبيع وشراء العملات ثم كتابة بوالص التأمين، ومن اسم هذا التاجر صارت تسمية البورصة بأشكالها الحالية المعروفة لأن اسم بورز بالفرنسية يعني سوق الأوراق المالية [ آل شبيب، 2012، ص: 34].

تم إنشاء أول سوق مالي في سنة 1339 في بلجيكا وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا سنة 1639 ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر [ آل شبيب، 2012، ص: 34]. وبرز أول سوق مالي منتظم في العالم في لندن سنة 1802، ثم انتظم السوق المالي لنيويورك رسميا سنة 1817، وبعدها السوق المالي لباريس وميلانو، وانتشرت الأسواق المالية في معظم المراكز التجارية في الغرب ثم امتدت إلى مختلف دول

العالم. أما الدول العربية فتوجد فيها اليوم أسواق مالية في معظم عواصمها، ويقوم الإتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية وصندوق النقد العربي بتطويرها [ نجاح وعبد الوهاب، 2014، ص: 196].

تعد الأسواق المالية مقياساً للتطور الإقتصادي ومرآة تعكس التنوع في القطاعات الإنتاجية المختلفة والأدوات الإستثمارية المتاحة. وأخيراً تجدر الإشارة إلى أن ثورة التقنيات الإلكترونية والاتصالات الدولية ربطت إلى حد كبير بين الأسواق المالية الكثيرة الأمر الذي بات يدفع البعض للإعتقاد بأنها أصبحت بمنزلة سوق عالمية واحدة.

### 2.1.1. مفهوم الأسواق المالية

كانت السوق تعرف بشكل عام على أنها مكان التقاء البائع بالمشتري وأما في عصرنا هذا عصر العولمة فقد أصبحت السوق تعرف بأنها طريقة البيع والشراء لا يشترط أن تحدث في مكان ما فقد أصبحت التجارة الإلكترونية تحتل جزءاً هاماً من عمليات التبادل التجاري.

أما السوق المالية فيمكن تعريفها على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات وشرائها داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال [وليد حنا الربضي، 2015، ص: 03].

وفي تعريف آخر للأسواق المالية هي: "الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة [سمور، 2007، ص: 21].

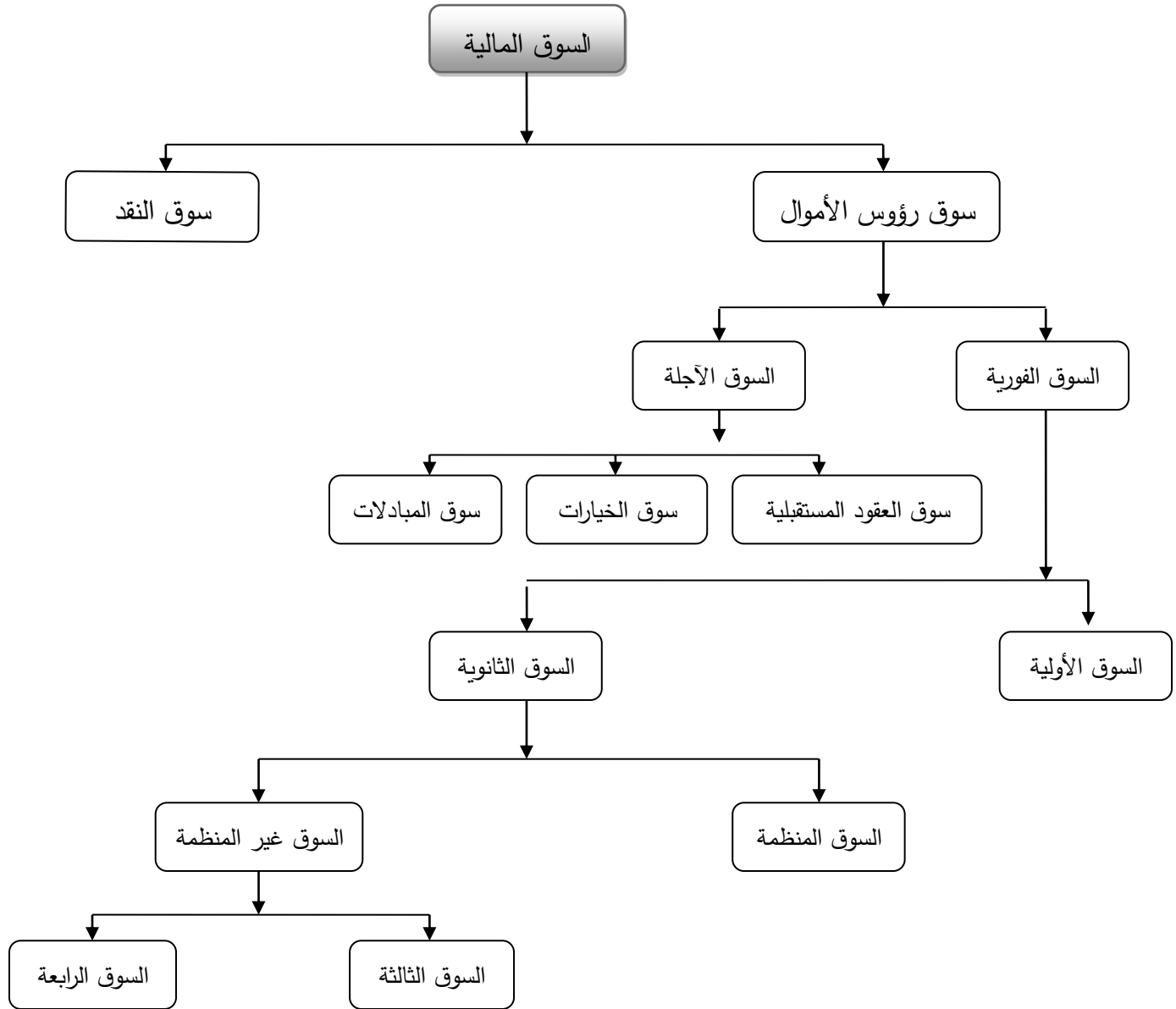
كما يمكن تعريفها بأنها: المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة، للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها، وتداول هذه الأدوات [آل فواز، 2010، ص: 05].

مما سبق يمكن القول بأن الأسواق المالية هي عبارة عن أداة أو أسلوب أو نظام يستخدم للحصول على رؤوس الأموال أو لزيادته، وتساهم هذا الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الإقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز، وهذا معناه أن السوق المالي موجود أينما وجدت وسيلة للتبادل بين البائع والمشتري، والمهام الأساسية للأسواق المالية هي تسجيل الشركات وقبول أسهمها والمتاجرة بها بيعة وشراء وتسوية الصفقات، وتستعين الأسواق المالية بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين وبشريحة أخرى تتمثل في الوسطاء أو الوكلاء [آل شيب، 2012، ص: 37-38].

تتسم طبيعة التعامل في الأسواق المالية بالمرونة العالية، وقد ساهم التطور التقني في مجال وسائل الإتصال وتكنولوجيا المعلومات في تسهيل عمليات التداول داخل وخارج الحدود الإقليمية للبلدان، مع العلم أن كفاءة وقدرة ومستوى التداول في الأسواق المالية تختلف من دولة إلى أخرى، حسب الإمكانيات وطبيعة الأدوات المالية المتاحة وقوة ومثانة وتنوع القطاعات في الإقتصاد الوطني وارتفاع مستوى المتعاملين، وتلعب الأسواق المالية بالإضافة إلى توفيرها أرضية مناسبة لتداول الأموال والحصول على عائد دورا مهما في تمويل المشاريع الإستثمارية، أي أنها تقدم خدمات من شأنها دفع الإقتصاد نحو النمو من خلال تخفيض تكلفة تجميع المدخرات وتمويل الإستثمارات مع ضمان حماية مدخرات المستثمرين، بهدف زيادة كفاءة إنتاج رؤوس الأموال. وحتى تتكون أسواق مالية فعالة يجب أن تتوفر في الإقتصاد مؤسسات مالية وإنتاجية في مختلف القطاعات تساعد على تنمية المدخرات وتحويلها إلى إستثمارات مع الإهتمام بالبيانات والمعلومات، ووجود نظام إقتصادي مستقر وعدم تقييد سوق الصرف الأجنبي ووجود نظام ضريبي مقبول، إضافة إلى توفير الحماية والثقة للمستثمرين وإتاحة عائد مناسب لهم.

ويمكن تصنيف الأسواق المالية حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (1.1): تصنيف الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة.

تنقسم السوق المالية تبعاً لمعيار آجال إستحقاق الأدوات المالية فيها إلى سوقين رئيسيين هما: السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال. ففي السوق النقدية يتم عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن سنة، ويتولى عرض هذه الأموال كل من يرغب في توظيف مدخراته لفترة قصيرة مقابل عائد، فيما يتشكل الطلب عليها من قبل جميع الراغبين في الحصول على أموال لفترة قصيرة مع دفع فائدة معينة. وعليه فالسوق النقدية هي الإطار الذي يتم فيه تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة سواء على شكل قروض قصيرة الأجل أو على شكل أوراق مالية أو تجارية قابلة للتداول، فهذه السوق غير

مشروطة بوجود مكان معين مثل ما هو الحال في بعض الأسواق الأخرى. أما سوق رؤوس الأموال فهي تلك السوق التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال لمدة تزيد عن سنة، سواء من خلال الاقتراض طويل الأجل أو تداول الأوراق المالية. ويمكن تقسيم هذه السوق إلى سوق فورية (حاضرة) وسوق آجلة. حيث أن السوق الحاضرة هي السوق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ويطلق عليها أيضا سوق الأوراق المالية، وتنقسم هذه السوق بدورها إلى قسمين: السوق الأولية (سوق الإصدار) والسوق الثانوية والتي تنقسم بدورها هي الأخرى إلى سوق منظمة وسوق غير منظمة وسوق ثالثة وأخرى رابعة. أما السوق الآجلة فهي أيضا سوق تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل إلا أن العقود المبرمة يتم تنفيذها في آجال لاحقة، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة المالية ويتسلمها في تاريخ لاحق. والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وتتكون هذه السوق من سوق العقود المستقبلية وسوق الخيارات وسوق المبادلات.

### 3.1.1 مفهوم سوق رؤوس الأموال

يعتبر سوق رؤوس الأموال أداة تمويلية جد هامة حيث يجمع بين المتعاملين الاقتصاديين أصحاب الفوائض المالية و أولئك الذين يعانون من العجز، وعنصرنا أساسيا في تقويم الشركات والمشروعات، ولقد حظيت في العصر الحديث وخاصة بعد بروز العولمة المالية بمكانة هامة، إذ أصبح اقتصاد الدول يقاس بمدى نشاط سوقها المالي وتطوره فهي المرآة العاكسة لحالة الإقتصاد.

أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى ازدياد الحاجة إلى رؤوس الأموال لتغطية حاجات هذا التطور. وباعتبار أن رؤوس الأموال يعد من الموارد الاقتصادية النادرة، كما أنه يعد المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية، فإن المتعاملين المحتاجين لهذا المورد الاقتصادي النادر يكونون مخيرين إما بالتوجه نحو اقتصاد الاستدانة (البنوك)، أو اقتصاد السوق المالي. حيث تساهم سوق رؤوس الأموال في نقل الأرصدة النقدية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، وهي بذلك تساهم في تفعيل الاستثمار من خلال تعبئة المدخرات التي يتم استثمارها في المجالات التي تساهم في خلق طاقات إنتاجية جديدة، وتحريك عجلة النمو الإقتصادي، كما أنها تعمل على جذب الإستثمارات الأجنبية والوطنية المهاجرة، فضلا على أن برامج الإصلاح الإقتصادي تتوقف على مدى وجود سوق مالية منتظمة نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية. وبهذا الخصوص أنشأت أسواق رؤوس الأموال لتسهيل تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل.

تعرف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم التعامل بها بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، والغرض الأساسي منها هو تحويل المدخرات إلى استثمارات.

وعرفها Eugene Brigham بأنها: "أسواق الدين طويلة الأجل وأسهم الشركات" [رضوان، 2009، ص: 18].

كما تعرف أنها: "سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل الذي يمثل مجموع العروض والطلبات على رؤوس الأموال، من أجل الاكتتاب في رؤوس الأموال الاجتماعي للمؤسسات، ومن أجل التوظيفات طويلة الأجل" [لطرش، 2010، ص: 20].

وتعرف بأنها: "السوق التي يصدر عنها، وتتداول فيها القروض والتسهيلات الإئتمانية متوسطة وطويلة الأجل [نجاح، 2014، ص: 206].

تزامن ظهور سوق رؤوس الأموال مع زيادة المعاملات التجارية وعقد الصفقات وإتمام المبادلات. وبما أن رؤوس الأموال يعد ممول الحياة الاقتصادية فان توفير هذا المال في الوقت المناسب، يتطلب توفير تنظيم معين. لذلك ظهرت أسواق رؤوس الأموال التي ساهمت في توفير الأموال اللازمة لمختلف الأنشطة، من خلال الجمع بين طالبي الأموال وعارضيهما، في إطار قواعد وقوانين معينة تحكم هذه المعاملات. حيث تعتبر القناة التي عن طريقها يتم تدفق الأموال من الوحدات التي لديها وفرة في النقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجز بالسيولة، أي أن سوق رؤوس الأموال عبارة عن وسيط بين العرض والطلب على الأموال.

كذلك نلاحظ أن مفهوم سوق رؤوس الأموال مقترن بالاقتصاديات القوية، أو بعبارة أخرى نجد أن الدول القوية ذات الاقتصاديات المتطورة، تتميز بتطور نظام أسواق رؤوس الأموال فيها، من خلال زيادة حجم ونوع المعاملات في هذه الأسواق وبالتالي زيادة كفاءتها. أما الدول التي سميت بالدول النامية، وفي ظل التغيرات والتحولات الاقتصادية والسياسية العالمية، وفي ظل مفاهيم العولمة واقتصاد السوق، فقد أنشأت هي الأخرى أسواق رؤوس أموال، إلا أنها تتميز بصغر حجم المعاملات فيها مقارنة بأسواق رؤوس الأموال في الدول المتقدمة.

الأهم من كل هذا أن زيادة الدور الاقتصادي لأسواق رؤوس الأموال أدى إلى ظهورها في كثير من دول العالم، وبذلك أصبحت ضرورة حتمية لمختلف الاقتصاديات.

تتسم أسواق رؤوس الأموال بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق، نوجزها فيما يلي:

- توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين.
- تحديد الأسعار العادلة على أساس حجم العرض و الطلب.

- التداول في سوق رؤوس الأموال وخصوصا في السوق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم [بن عزوز، 2012، ص: 25].
- التعامل في أسواق رؤوس الأموال لا يتم على سلع منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات، كما أن الصفات التي تعقد في أسواق رؤوس الأموال كبيرة نسبيا مقارنة مع الأسواق الأخرى، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على أسعار البيع والشراء [الشواورة، 2008، ص: 46].
- ترتبط أسواق رؤوس الأموال بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل. وتتميز هذه الأسواق بدرجة مخاطرة كبيرة مقارنة مع الأسواق النقدية.
- تتميز سوق رؤوس الأموال بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء مختلفة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال يتطلب معرفة مختلف المعلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- توفر نظام للمعلومات المالية التي تعكس المركز المالي والموقف المالي لتقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات، الأمر الذي يمثل مصدر إعلامي لفائدة المدخرين عن وضع الشركات، مما يولد الثقة بين المتعاملين.
- تنوع أدوات الاستثمار، وهي سلعة سوق رؤوس الأموال، فالتنوع بالأدوات يعني تعدد الخيارات أمام المدخرات [التميمي وسلام، 2004، ص: 112].

## 2.1. الوظائف الاقتصادية لأسواق رؤوس الأموال

يعتبر الهدف الأساسي من وجود أسواق رؤوس الأموال في الإقتصاد الوطني هو: تنظيم وتحقيق التدفقات الفعالة وذات الكفاءة العالية لأموال الإستثمارات طويلة الأجل من الوحدات التي تتوفر لديها أموال فائضة عن احتياجاتها الإستثمارية، إلى الوحدات التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الإستثمارية [آل فوز، 2010، ص: 05]. ومن خلال هذه الوظيفة تساهم أسواق رؤوس الأموال في زيادة الإنتاج، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية في المجتمع. وبشكل أكثر تفصيلا يمكن حصر أهم وظائف أسواق رؤوس الأموال فيما يلي:

- ✓ تحفيز الإدخارات وتعبئتها باتجاه خلق الإستثمارات وزيادة الإنتاج [العوضي، 2010، ص: 21].
- ✓ استقرار وحدة النقد بفضل أرباح وعوائد الأوراق المالية التي تعوض تآكل قيمة النقود. ولاشك أن استقرار العملة في دولة ما ومحاولة السيطرة على التضخم يعتبر من أدوات جذب رؤوس الأموال [بوضياف، 2007، ص: 22].
- ✓ تخفيض مخاطر الإستثمار من خلال تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظهم المالية.
- ✓ تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية أو الصورية التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار [بن عزوز، 2012، ص: 24].
- ✓ إتاحة الفرص أمام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالي من بيع وشراء في هذه الأوراق، وإنقال ملكيتها من مشتر لآخر دون حاجة لبيع حق الملكية، أو التأثير على حقوق الملكية في الشركات المقيدة بالسوق المالي [الموقع: <http://www.hrdiscussion.com>، تاريخ التصفح: 15/04/2016].
- ✓ توفير الإمكانيات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- ✓ المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار إقتصادي.
- ✓ تعتبر أداة هامة في تقويم الشركات والمشروعات، حيث يساهم سوق رؤوس الأموال في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار أسهم شركة ما دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو سياستها أملا في تحسين مركزها [إصالحه، 2007، ص: 17].
- ✓ تساهم في التقليل من حدة التضخم في الإقتصاد الوطني حيث تلعب دورا حيويا في امتصاص السيولة النقدية من الأسواق عن طريق جذب المدخرات من الأفراد والشركات وتوجيهها نحو الإستثمار بدلا من الإستهلاك الذي يرفع من الطلب على السلع والخدمات وبالتالي ارتفاع المستوى العام للأسعار [بن ساسي وقرشي، 2011، ص: 308].

### 3.1. بنية أسواق رؤوس الأموال

تنقسم سوق رؤوس الأموال من حيث وظائفها إلى سوق أولية وتسمى سوق الإصدار وسوق ثانوية وتسمى سوق التداول، وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر، فالسوق الأولية لن تقوم لها قائمة في غياب السوق الثانوية، وهذه الأخيرة - والتي يجري من خلالها تداول الأوراق المالية التي تصدر في السوق الأولية - لن تدعو الحاجة إلى وجودها في غياب السوق الأولية. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة وذلك وفقا لمعيار التزامها بالإجراءات القانونية للتداول. وجاء هذا العنصر ليبرز أقسام وبنية سوق رؤوس الأموال من خلال تسليط الضوء على العناصر التالية:

#### 1.3.1. السوق الأولية (سوق الإصدار)

السوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تصدر وتباع فيها الورقة المالية لأول مرة سواء عند إصدار الشركة أسهم رؤوس الأموال عند التأسيس وبيعها للمؤسسين أو لغيرهم من المستثمرين، أو عند إصدار وبيع أسهم جديدة في فترة لاحقة على تأسيس الشركة بغرض زيادة رؤوس الأموال. كما يمكن للشركة أيضا أن تصدر وتبيع سندات للمستثمرين [ نجاح وعبد الوهاب، 2014، ص: 207]. وإذا كانت الأوراق المالية معروضة للبيع لجمهور المستثمرين فإن ذلك يسمى طرحا عاما، وقد يتم طرح الأوراق المالية للبيع لمجموعة من المستثمرين ويسمى طرحا خاصا. وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال. إذا هذه السوق ما هي إلا أداة لتجميع المدخرات وتقديمها للمشروعات، وتنشأ نتيجة لذلك علاقة ما بين مقدمي الأموال (المكتتبين) وبين تلك المشروعات [كروش، 2014، ص: 61].

تمثل هذه السوق نقطة البداية حيث يتم من خلال أحد البنوك الإعلان عن نشرة اكتتاب للشركة في أسهمها أو الاشتراك في زيادة رأسمالها وذلك في ضوء القيمة الاسمية للورقة المالية ومصاريف وعلاوة الإصدار. وتحدد الشركة المعنية جدولا زمنيا لفتح باب الاكتتاب ونهاية الفترة الزمنية المحددة لذلك.

يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي [هندي، 2006، ص: 84]:

أ. **الأسلوب المباشر:** وفقا لهذا الأسلوب تقوم جهة الإصدار بالاتصال مباشرة بالمستثمرين المحتملين لأوراقها- سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات مالية- لتسويق إصدارها دون تدخل وسطاء، وذلك لتوفير الوقت والجهد، غير أنه يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وشروط قاسية بالإضافة لعدم كفاءة أو توفر الخدمة التسويقية المناسبة.

ب. الأسلوب غير المباشر: حيث تتولى مؤسسة مالية متخصصة أو ما يسمى ببنك الاستثمار إصدار الأوراق المالية نيابة عن الشركة، أي يقوم بتمويل شراء الإصدار مقدما ثم يعيد بيعه في السوق الأولي.

ج. أسلوب المزيدة: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع، حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم كامل الإصدارات.

### 2.3.1. السوق الثانوية (سوق التداول)

هي سوق التداول والتي يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين حاملها ومستثمر آخر بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية، بمعنى آخر هي تلك السوق التي تتحدد فيها قيم أدوات الإستثمار المختلفة بصورة طبيعية من خلال التقاء العرض بالطلب بأية وسيلة من وسائل الإتصال المعروفة وهذا يعني أن السوق الثانوية تقوم بتوفير المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية بين المستثمرين وإيجاد السيولة اللازمة لتحويلها إلى نقد [أسار فخري؛ [elibrary.mediu.edu.my/books](http://elibrary.mediu.edu.my/books)، تاريخ التصفح: 24/04/2016]. وتعود حصيلة التدفق النقدي من هذه العمليات إلى المستثمرين أنفسهم سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات وليس إلى الشركات المصدرة للأوراق المالية [بوراس وبريكة، لا توجد سنة النشر، ص: 02]. وتنقسم السوق الثانوية إلى:

#### 1.2.3.1. السوق المنظمة (البورصة)

يطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية أو سوق الأوراق المالية، وهي السوق التي يتم التعامل فيها في مكان محدد وزمان محدد (مواعيد دورية) وبأسهم شركات مدرجة في السوق وفق شروط معينة، ويتم هذا تحت إشراف مجلس منتخب من أعضاء السوق ويساعده أعضاء مختصون مرخص لهم يسمون الوسطاء [آل شيب، 2012، ص: 54-55]، وتتم عمليات التداول في هذا السوق بطريقة المزاید العلني حيث تعرض كافة أوامر البيع والشراء على كافة المشتركين في آن واحد، وتسود السوق حرية المنافسة وصولا إلى أفضل الأسعار المقبولة من جميع الأطراف والتي يتم بها تنفيذ العمليات [رضوان، 1996، ص: 49].

#### 2.2.3.1. السوق غير المنظمة

يطلق مصطلح الأسواق المالية غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات، والتي تتولاها بيوت السمسرة وتعرف أيضا بالسوق غير الرسمية، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية (البورصة)، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط هاتفية، أنترنيت، فاكس...) تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ومن أهم ما تتصف به هذه السوق هو عدم خضوعها لتنظيمات محددة، ولا تتوفر فيها كفاءة التداول من حيث عدالة الأسعار، حيث تخضع السوق لسلوكيات الوسطاء والسماسرة والمستثمرين والمضاربين الذين لهم دور

فعال ومؤثر في تحديد وتحريك الأسعار، من خلال التأثير المباشر في العرض والطلب [هولي، 2011، ص: 15]. وتدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال والعرض والتسجيل الكبيرة لهذه السوق [بوضياف، 2007، ص: 15]، وتنقسم إلى:

### 1.2.2.3.1. الأسواق الثالثة

يمكن تداول الأوراق المالية المسجلة في البورصة داخل السوق الموازي مطلقين على هذه الحالة اسم السوق الثالثة، إذ يسمح في هذه السوق بتداول الأوراق المالية حيث يلعب الوسطاء دورا كبيرا في تنفيذ الصفقات خارج البورصة في هذا السوق الذي أهم أسباب تشكيله هو انجاز عمليات التداول بسرعة كبيرة، وفي الوقت نفسه يمنح هذا السوق المتعاملين إمكانية التفاوض على نسبة العمولة التي يحصل عليها الوسيط أو السمسار إضافة إلى تذييل الصعوبات التي تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في البورصة [آل شبيب، 2012، ص: 58]. وعلى الرغم من أن التعاملات تتم في إطار السوق الموازية إلا أن أسعارها ترتبط بأسعار التعامل في البورصة [سعدوني، 2015، ص: 76].

### 2.2.2.3.1. السوق الرابعة

هي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى والأفراد الأغنياء بيعا وشراء، دون وساطة بيوت السمسرة في السوق الثالث، والهدف من ذلك هو استبعاد نفقات العمولات التي تتقاضاها بيوت السمسرة عند البيع أو الشراء لهذه المؤسسات الاستثمارية [الفالوجي، 2007، ص: 16].

يتم اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل على إتمام الصفقة يساعده في ذلك شبكة قوية من الهواتف أو أطراف الحاسوب، وفي ظل هذه السوق تيرم الصفقات بسرعة كبيرة كما قد ينتج عن الإتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لإنخفاض أتعاب إنهاء الصفقات ولهذه المزايا تعد السوق الرابعة منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة للأسواق غير المنظمة خاصة أنه يمكن التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق [الراوي، 1999، ص: 11].

## II. قنوات الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال

يمكن تقسيم القنوات الإستثمارية في سوق رؤوس الأموال إلى أربع قنوات رئيسية وهي أدوات مالية تعكس الملكية، أدوات مالية تعكس المديونية، والمشتقات بالإضافة إلى الصناديق الإستثمارية، وهي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل ذات فترة إستحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها دون فترة إستحقاق، كما تتصف بأن الإستثمار فيها يتضمن درجة مخاطرة أعلى من أدوات السوق النقدي، وذلك لتذبذب أسعارها في السوق، مما يعرض المستثمرين من خلال هذه الأدوات لخطر الخسارة.

### 1.2. الأسهم ( أدوات الملكية)

يحتاج تأسيس المشاريع الإستثمارية الكبيرة من أجل مواجهة ظروف المنافسة إلى رؤوس أموال ضخمة تفوق قدرات شخص واحد أو موارد مجموعة محدودة من الأفراد، لهذا دعت الضرورة إلى إنشاء الشركات المساهمة لتأسيس مثل هذه المشاريع الكبيرة، فرأسمال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهما.

#### 1.1.2 مفهوم الأسهم

السهم في اللغة يعني النصيب أو الحصة الشائعة في الشيء المشترك [يوسف، 2014، ص: 149].

أما إصطلاحاً فالسهم يمثل حقا لحامله أو مالكة في الحصول على نصيب من أرباح الشركة مصدرة الأسهم عند توزيع الأرباح فضلا عن حقه في الحصول على جزء من أصول هذه الشركة عند التصفية فقط، أما في حالة إستمرار الشركة فيمكنه بيع هذا الحق لآخرين في البورصة مقابل قيمة سوقية تزيد عادة عن ثمن شراء هذا الحق [حمدي، 2012، ص: 44].

يعرف السهم كذلك بأنه: "صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة" [الشبيلي؛ www.shubily.com، تاريخ التصفح: 28/04/2016، ص: 02].

كما يعرف أيضا بأنه: "عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه، وهذا الصك يعطي لحامله الحق في الإشتراك في توجيه سياسة الشركة، من خلال الآراء التي يطرحها في الإجتماعات التي تعقد للمساهمين أو من خلال حق إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة" [الأسرج، 2002، ص: 45].

من المفاهيم السابقة نستنتج أن الأسهم هي أداة التمويل الأساسية لتكوين رؤوس الأموال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار، وذلك عند التأسيس أو عندما

تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الإستثمارية. ويمكن للمستثمرين إعادة بيع هذه الأسهم في السوق إما للحصول على سيولة نقدية أو لتعديل محافظ استثماراتهم.

الأصل أن السهم لا يتم إسترداد قيمته من الشركة إلا في حالات محدودة مثل تخفيض قيمة رؤوس الأموال أو تصفية الشركة، وفي هذه الحالات قد تختلف القيمة المستردة عن القيمة المدفوعة عند شراء السهم [توفيق، 2008، ص: 19].

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم الخصائص ما يلي:

- **الأسهم متساوية القيمة:** يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية يكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عن نفس الشركة بقيم مختلفة بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، ويترتب عن هذه الميزة المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم لصاحبه، وهي الحق في الأرباح والتصويت وناتج التصفية عند الإفلاس وكذلك الإلتزامات الناشئة عن ملكية السهم [يوسف، 2014، ص: 149].

- **القابلية للتداول:** تعطي الأسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن الصفة توجد في الأسهم بشكل مطلق.

- **المسؤولية المحددة للمساهم:** المسؤولية للمساهم تكون محدودة في الشركة بقدر المساهمة والمشاركة فقط لهذا المساهم كحصة من رؤوس الأموال أو الملكية للشركة.

- **تقادم حق المساهم:** لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رؤوس الأموال [صافي والبكري، 2009، ص: 122].

- **عدم قابلية السهم الواحد للتجزئة:** فإذا توفي أحد الشركاء عن سهم واحد وورثته متعددون أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورثة، ويجب عليهم أن يختاروا ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، ليباشر الحقوق المتصلة بالسهم الموروث.

## 2.1.2. قيم السهم

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

**(1) القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة وهي القيمة المكتوبة على وثيقة السهم والتي تقوم الشركات المساهمة بتوزيع أرباحها على أساس نسبة مئوية منها، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رؤوس الأموال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة. وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكه، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم [الحنوي وآخرون، 2003، ص: 191].

**(2) القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية):** هي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة وهي قيمة محاسبية وتحسب بقسمة حقوق المساهمين (رؤوس الأموال + الإحتياطات + الأرباح المجمعة وغير الموزعة) مطروحا منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، على عدد الأسهم المعلنة والمكتتب لها.

نستنتج مما سبق ذكره أن القيمة الاسمية تمثل مفهوماً قانونياً، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوماً محاسبياً. وأن القيمة الدفترية للسهم العادي تزداد في حالة نجاح الشركة في أعمالها وزيادة أرباحها.

**(3) القيمة السوقية:** تمثل القيمة السوقية محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي أنه من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق أوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية التي تتباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية.

توجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم في السوق المالية وأهمها:

- قيمة السهم الدفترية (علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وقيمة السوقية).

- المركز المالي الشركة ومعدلات الأرباح الفعلية سواء كانت محققة أو مستقبلية فهي تلعب دوراً كبيراً في تحديد العائد الذي يمكن أن يتحصل عليه مالك السهم.

- سياسات توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة.

- معدلات الضرائب المفروضة على الأرباح والتوقعات المستقبلية لاتجاهاتها.
- التوقعات بخصوص مستقبل الشركة (متفائل، متشائم).
- حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبط بمجموع العوامل السابقة.
- الأوضاع الاقتصادية: يزيد الطلب على الأسهم في فترات الاستقرار والانتعاش الاقتصادي، نظرا لارتفاع الإيرادات مما ينتج عنه ارتفاع أسعار الأسهم. بينما ينخفض الطلب على هذه الأخيرة في أوقات الأزمات والانكماش الاقتصادي، ويتسبب ذلك في زيادة عرض الأسهم للبيع مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها.
- (4) القيمة التصفوية:** هي قيمة السهم عند تصفية الشركة بعد طرح جميع الإلتزامات بما فيها حقوق الأسهم الممتازة وتكلفة التصفية.

### 3.1.2. أنواع الأسهم وخصائص كل منها

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

- ✓ تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر (تداول) به.
- ✓ تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم.
- ✓ تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها.

#### 1.3.1.2. تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تتداول به

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

- (1) أسهم إسمية:** وهي التي يدون عليها إسم صاحبها ولا تثبت ملكيتها بالنسبة للشركة إلا بقيد إسم المالك في دفاترها، وعند بيعها يتعين إثبات ذلك في دفاتر الشركة وذلك بتوقيع البائع على تنازل لصالح المشتري ليدون اسمه ضمن دفاتر الشركة من جديد.
- (2) أسهم لحاملها:** وهي أسهم تنتقل ملكيتها بمجرد المناولة من يد إلى يد وبذلك هي تشبه إلى حد كبير النقود فالشخص الذي يحوّلها هو مالكها، هذا النوع من الأسهم يمنح مزايا عديدة للمستثمرين كعدم الإعلان عن إسم المستثمر، سهولة التداول، إضافة إلى أنها تستخدم كوسيلة لإخفاء الثروة والتهرب الضريبي، كما أن لها بعض العيوب كعرضتها للسرقة أو الضياع، وحملتها لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.

(3) أسهم إنذية أو لأمر: ويذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن، وعليه يتم إنتقال ملكيته عن طريق التظهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة [ آل شبيب، 2012، ص: 181].

### 2.3.1.2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

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

(1) أسهم نقدية: هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط [علي حسين، 2013، ص: 07].

(2) أسهم عينية: هي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء أكانت عقاراً أم مالياً منقولاً. إذ أن البعض قد يقدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الاسهم، ويتمتع حملة الاسهم العينية بنفس حقوق اصحاب الاسهم النقدية. ولا يجوز تداول هذا النوع من الأسهم قبل التضديد، وتقويم الحصة العينية بالنقد وعادة ما تصل هذه الفترة إلى سنتين، وعادة تخصص هذه الأسهم للمؤسسين [ شريط، 2012، ص: 123].

(3) أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقداً.

(4) الأسهم المجانية: تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رؤوس الأموال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رؤوس الأموال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية [ بن عزوز، 2012، ص: 30-31].

### 3.3.1.2. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

تقسم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها كما يلي:

(1) الأسهم العادية: هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال نشاطها أو في أصولها عند تصفيتها وتصدر الأسهم العادية غالباً في فترة واحدة متساوية الحقوق والالتزامات، وليس لها تاريخ إستحقاق محدد، طالما أن الشركة قائمة ومستمرة. وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الدنيا في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

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

#### ❖ الإتجاهات الحديثة للأسهم العادية:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** ترتكز فكرة هذا النوع من الأسهم بإصدار أسهم خاصة بأقسام إنتاجية للشركة وهذا زيادة على الأسهم العادية الخاصة بالشركة، ويكون إصدار هذه الأسهم مرتبط بأرباح القسم الإنتاجي للشركة وقد كانت شركة "جينرال موتور" أول من أصدر هذا النوع، وهذا بإدخالها إلى أسواق رؤوس الأموال نوعين إضافيين من الأسهم هما [بوزيد، 2007، ص: 20]:
- نوع أطلق عليه فئة E (E class) يرتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية.
- ونوع أطلق عليه فئة H (H class) ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة في قسم إنتاج أجهزة الطائرات المروحية.
- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة (أسهم عادية بوفورات ضريبية):** حسب التشريع الضريبي الأمريكي الصادر في الثمانينيات من القرن العشرين، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي [حمدي، 2012، ص: 45].
- **الأسهم العادية المضمونة:** ظهرت لأول مرة في أمريكا وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محددة عقب الإصدار [الداغر، 2005، ص: 100].
- **الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة:** أي أن المشتري يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية، ويستلم معها حق بيعها مرة ثانية للشركة التي أصدرتها، ويقوم المستثمر بتطبيق هذه الخاصية إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية أقل ولم يحقق له الهدف المرجو منه، وبالتالي فهذه الخاصية توفر الحماية الكافية للمستثمر [بوزيد، 2007، ص: 21].

(2) **الأسهم الممتازة:** تعتبر كذلك أداة ملكية من الناحية القانونية ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة نقاط أهمها هو أن الأسهم الممتازة تقع بين السندات والأسهم العادية، وتجمع بين خصائصهما، حيث توفر هذه الأسهم امتيازات إضافية لحاملها لا يتمتع بها حامل السهم العادي سواء كان في الأرباح الموزعة سنويا أو تصفية أصول الشركة عند الإفلاس أو عند تسهيل أصولها. تلجأ الشركات إلى هذا النوع من الأسهم عندما

ترغب في زيادة رأس مالها فتعطي الأسهم الجديدة إمتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لترغب الجمهور للإكتتاب بها [يوسف، 2014، ص: 151]. أما المميزات التي يتمتع بها حامل السهم الممتاز فنذكر منها:

- ✓ أن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، وعليه فالسهم الممتاز يشبه السند.
- ✓ حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.
- ✓ ميزة الأرباح الموزعة التراكمية: أي في حالة عدم توزيع الشركة أرباحا في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح المستحقة لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من الشركة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح الشركة [الزراري وغازي، 2001، ص: 159-160].
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا إذا نص على ذلك في القانون وبالتالي فهو حق غير أصيل بالنسبة لحملة الأسهم الممتازة، وبالتالي فإن رقابتهم وسيطرتهم على الشركة لا وجود لها.
- ✓ يجوز لإدارة الشركة أن ترد قيمة الأسهم الممتازة لأصحابها وفقا للمركز المالي للشركة وذلك بخلاف الأسهم العادية حيث لا يجوز رد قيمتها لأصحابها لأنهم الملاك الحقيقيون للمنشأة. وبالتالي فلا توجد مدة محددة للأسهم العادية بينما نجد أن مدة الأسهم الممتازة يمكن تحديدها وفقا لما تراه إدارة الشركة على ضوء مركزها المالي [المخالي، لا توجد سنة نشر، ص: 248].
- ✓ حق التحويل إلى أسهم عادية.
- ✓ حق استدعاء الأسهم.
- ❖ **الإتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة:**
- **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** هي الأسهم التي يتم منح حاملها الحق في الحصول على الأرباح المتحققة عن السنوات السابقة التي لم ينقرر توزيع الأرباح فيها، لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة، وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات [آل شبيب، 2012، ص: 205].
- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** هي الأسهم التي لا يحصل حاملها على توزيعات أرباح ثابتة أو على أساس نسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم بل تكون التوزيعات متغيرة كل فترة زمنية معينة بناء على معدل التغير الذي يحدث في عائد الأوراق الحكومية (سندات الخزنة)، ويطبق ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1982 حيث تم ربط توزيعات أرباح الأسهم الممتازة بمعدل العائد على سندات الخزنة، على أن يتم تعديل نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح مرة كل ثلاثة أشهر بناء على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات [حمدي، 2012، ص: 46-47].

- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هي الأسهم التي تعطى كتعويض لحملة الأسهم العادية المضمونة عن انخفاض القيمة السوقية لأسهمهم [ الداغر، 2005، ص: 103].
- **الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح:** هي تلك الأسهم الممتازة التي تحصل على أرباح إضافية، فبالإضافة إلى النسبة الثابتة من الأرباح المحددة بشهادة الإصدار يتم منح صاحبها الحق في مشاركة أصحاب الأسهم العادية في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً، وتحدد النسبة الإضافية عند الإصدار.
- **الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء:** يكون شرط الإستدعاء لصالح الشركة المصدرة للأسهم الممتازة ويتم بطلب الشركة من المستثمرين إعادة الأسهم الممتازة إليها أو بشراءها من السوق المالي، ولغرض إرضاء المستثمر وقبوله بهذا الشرط تمنح علاوة على القيمة الإسمية للسهم الممتاز تسمى علاوة الإستدعاء.
- **الأسهم الممتازة القابلة للإستبدال:** يقصد بذلك إعطاء الحق لصاحب السهم الممتاز لتحويله إلى سهم عادي [ آل شبيب، 2012، ص: 205-206].

**(3) أسهم التمتع:** هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضاً للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحاً بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقاً في التصويت والأرباح وغير ذلك [ مطر، 1993، ص: 411].

## 2.2. السندات ( أدوات الدين )

تعتبر السندات إحدى أهم وسائل التمويل المالي طويلة الأجل المتاحة للشركات والحكومات، التي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رؤوس الأموال اللازمة للنمو والتطوير والمنافسة. فبالنسبة للحكومات فهي تلجأ إلى السندات لتغطية أو تنفيذ ما لديها من مشاريع تنموية. ولأن الحكومات لا تستطيع إصدار أسهم لرفع رأس مالها - كما تفعل الشركات - فإن خيار السندات دائماً هو المفضل لدى الحكومات. علاوة على ذلك وبسبب قوة الحكومات ككيان سياسي واقتصادي يمكن الاعتماد عليه، فإنها تستطيع عادة أن تصدر سندات بتكلفة أقل من التكلفة التي تدفعها الشركات. وطبيعي أنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن من الاستثمار. السبب الآخر لقبول السندات الحكومية وقوة شعبيتها يعود لميزتها الضريبية في الدول التي تفرض ضرائب على دخل المواطن، حيث إنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية. والسندات في واقع الأمر

عبارة عن قروض طويلة الأجل، وهذا القرض ينقسم على أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها إسم "سند".

### 1.2.2. مفهوم السندات

يعرف إصطلاحاً بأنه: "صك قابل للتداول تصدره الشركة أو الحكومة يمثل قرضاً طويل الأجل، يعقد عادة عن طريق الإكتتاب العام" [الحداد، لا توجد سنة النشر، ص: 104].

تعرف السندات بأنها عبارة عن عقد -دين- طويل الأجل تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقاً لهذا العقد يقبل المقترض أن يدفع قيمة السند مع جميع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند. حيث يحدد لهذا السند قيمة اسمية مكتوبة وموضحة فيه بالإضافة إلى سعر الفائدة وتاريخ السداد [منصور، 2009، ص: 10].

أو هي أداة دين ذات قيمة إسمية وتصدر بمعدل فائدة ثابتة وتاريخ إطفاء (إستحقاق) محدد، وتصدر من جهات حكومية أو شركات بهدف الحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل، وتعد السندات من الحقوق الممتازة ثابتة الدخل وتتميز بانخفاض درجة المخاطر [آل شبيب، 2012، ص: 208].

كما تعد السندات بمثابة عقد أو إتفاق بين الجهة المصدرة والجهة المستثمرة، بمقتضى هذا الإتفاق يقرض المستثمر الجهة المصدرة للسند مبلغاً لمدة محددة وبسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه، وهو بذلك يحتفظ بدرجة عالية من السيولة لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطاً لصالح المقترض مثل حق إستدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق [الأسرج، 2002، ص: 48].

مما سبق نستنتج أن السندات تمثل ديناً تستخدمها الشركات أو الحكومة كوسيلة للاقتراض، حيث تتعهد الجهة مصدرة السندات أن تدفع لحامل السند فائدة (كوبون) محددة مسبقاً طوال فترة الاحتفاظ به، ويتم دفع مبلغ الفائدة كل فترة (غالباً كل ستة أشهر أو سنوياً) وأن ترد القيمة الاسمية للسندات عند حلول تاريخ الاستحقاق، وعليه يعتبر حامل السندات مقرضاً للشركة وليس مساهماً فيها أي ليس له حقوق في أي جزء من أجزاء الشركة كالمساهمين.

عندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب هذا الإصدار هي [نصار، 2006، ص: 46]:

1. نسبة الفائدة: وهي معدل الفائدة على قيمة السند، وقد تكون ثابتة أو متغيرة وذلك راجع للجهة المصدرة.
2. تاريخ الاستحقاق: وهو تاريخ قيام الجهة المصدرة بسداد القيمة الاسمية للسند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً.
3. جدول دفع الفوائد: وفي الغالب تقوم الجهة المصدرة بدفع الفوائد لحاملي السندات بصورة نصف سنوية أو سنوية.

ليس هناك ما يضمن أن يصدر السند بالقيمة الاسمية، فقد يصدر بقيمته الاسمية أو بخصم إصدار وفي هذه الحالة يزيد عدد المشترين للسندات، لفائدة المتحققة لهم والمتمثلة في احتساب الفوائد على القيمة الاسمية والتي تزيد عن قيمة الإصدار، بالإضافة إلى إسترجاع القيمة الاسمية في تاريخ الإستحقاق أي أكثر من المبلغ المستثمر، وقد يصدر بعلاوة إصدار.

يوجد للسندات سوق أولي ويختص بالإصدارات الأولية من السندات الحكومية أو الخاصة، ثم يتم تداولها ونقل ملكيتها بين حاملي السندات والمستثمرين من خلال السوق الثانوي، والذي يخضع فيه السعر لقوى العرض والطلب ومعدلات الفائدة والتضخم، وعدد الدفعات المتبقية من الفوائد، والفترة المتبقية لاستحقاق قيمة السندات.

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

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص هي [موسوي، 2003، ص: 36-37]:

- ✓ صك مديونية على الجهة التي أصدرته.
- ✓ يحصل صاحب السند على سعر فائدة ثابت (عائد) سواء ربحت الشركة أم لم تربح، ويترتب عليها الإفلاس إن عجزت عن دفعها.
- ✓ استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق.
- ✓ قابلية السند للتداول، يحق لحامله بيعه للغير.
- ✓ تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتماداً على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق.

- ✓ لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية.
- ✓ لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة.
- ✓ تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز إزالتها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.
- ✓ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها أو إطفائها بالقيمة السوقية من قبل الجهات المصدرة لها في أوقات انخفاض قيمتها وهو ما يلحق خسارة بحملة الأسهم [بن حاسين، 2013، ص: 57-58].

من أهم العوامل التي تدعو شركات المساهمة إلى إصدار السندات ما يلي [المخلافي، لا توجد سنة نشر، ص: 252]:

- ✓ التكلفة: عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم.
- ✓ الميزة الضريبية: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل الأرباح الخاضعة للضريبة، بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعها (العادية والممتازة) توزيعا للأرباح وليست من النفقات.
- ✓ استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة: يمكن إصدار الأسهم الشركة من الحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو المشاركة في إدارة الشركة.
- ✓ المتاجرة بالملكية: يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها.

## 2.2.2. أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع متعددة، تصنف حسب معايير محددة، إلى درجة أنه لا يمكن حصرها، منها:

### 1.2.2.2. تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار

**1) السندات الحكومية:** ويطلق عليها أيضا السندات العامة أو سندات الخزنة وهي تصدر بغرض تمويل الإنفاق الحكومي، وقد تكون صادرة عن الحكومة المركزية (وزارة المالية جهة الإصدار والبنك المركزي يقوم بالتسويق للمستثمرين)، أو صادرة عن حكومات الولايات أو مجالس البلديات بهدف تمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية، أو صادرة عن المؤسسات الحكومية الأخرى كالجامعات والمستشفيات، وأقوى هذه

الأنواع السندات الصادرة عن الحكومة المركزية لنفوذها الواسع ومقدرتها على سن القوانين المتعلقة بتحصيل الضرائب وصك النقود وغيرها، وهامش المخاطرة في هذا النوع يكاد يكون معدوم [نصار، 2006، ص: 48].

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

#### 2.2.2.2. تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار [شريط، 2012، ص: 126]

**(1) سندات لحاملها:** يكون السند لحامله عندما يصدر حاليا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وتحصل بمجرد قطع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة.

**(2) سندات اسمية أو مسجلة:** ويكون السند اسميا أو مسجلا من حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص لملكية السندات لدى الجهة المصدرة والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته ولذا لا يصرف أي منهما إلا 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 لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند وتترزعه منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

#### 3.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الضمان [المخلافي، لا توجد سنة نشر، ص: 254]

**(1) السندات المضمونة برهن أصول معينة:** قد تقدم الشركة المساهمة بعض أصولها كضمانات لحملة السندات، وفي هذه الحالة تعتبر السندات مضمونة وإذا فشلت الجهة المصدرة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات من دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق يمكن لحملة السندات كمجموعة الإستيلاء على هذه الأصول وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه بينهم، فإذا كانت حصيلة البيع تزيد عن مقدار القرض أرجعت الزيادة للشركة المصدرة، أما إذا كان سعر البيع أقل من قيمة السندات فإن حملة السندات يشاركون الدائنين العاديين لقيمة الرصيد المتبقي لهم.

**(2) السندات غير المضمونة بأصول معينة:** ويطلق على هذا النوع السندات البسيطة نظرا لأنها غير مضمونة بأية رهونات. وليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة بل هناك ضمان خلفها ألا وهو المركز الائتماني للشركة المصدرة.

بشكل عام لا تعتبر السندات غير المضمونة أضعف من السندات المضمونة لأن العبرة ليست بالضمان بل بقوة الشركة ومقدرتها على تحقيق إيرادات كافية لمقابلة التزاماتها نحو حملة السندات عند حلول موعد الإستحقاق.

#### 4.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الأجل

**(1) الإصدارات قصيرة الأجل:** يكون تاريخ استحقاق السند سنة أو اقل. وهذه الإصدارات تتداول في أسواق النقد ويطلق عليها أدونات الخزانة.

**(2) الإصدارات متوسطة الأجل:** ويكون فيها تاريخ استحقاق السند من سنة إلى عشر سنوات.

**(3) الإصدارات طويلة الأجل:** وهي التي يتجاوز تاريخ استحقاقها العشر سنوات.

#### 5.2.2.2. تقسيم السندات على أساس الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

يعد هذا المعيار الأكثر تداولاً كما أن مجموع الأنواع التي تتحدد بموجبه تعد الأكثر انتشاراً أو استعمالاً في الأوساط المالية، ومن أهم هذه الأنواع نذكر:

**(1) سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** تتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم من أسهم الشركة بعد فترة محددة من الزمن، وحسب شروط معينة، إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيراً، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية، وفائدتها أنها تمكن الشركة من طرح سندات بمعدل فائدة قليل نسبياً [فهد بن عبد الله الحويماي، www.alarabiya.net، تاريخ التصفح: 04/05/2016].

**(2) سندات مصدرة بعلاوة:** وهي السندات التي يتم إصدارها بقيمة إسمية معينة، على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند مضافاً إليه مبلغ معين يسمى "علاوة"، وهي تعتبر إحدى السياسات التي تقوم بها الشركة التي تعمل على تشجيع المدخرين على الإكتتاب في سنداتهما، فالسندات في هذه الحالة تباع بقيمة أقل من القيمة الإسمية [بوزيد، 2007، ص: 24].

**(3) سندات المشاركة في الأرباح:** يمنح هذا النوع من السندات المستثمر الحق في الحصول على جزء من أرباح المؤسسة إضافة إلى الفوائد الدورية التي يحصل عليها، بمعنى آخر؛ إضافة إلى الفوائد المحددة دورياً يشارك حمله هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقاً لشروط محددة مسبقاً.

**(4) السندات المؤشرة:** السندات المؤشرة هي السندات التي يكون معدل فائدتها أو سعر سدادها أو العنصرين معاً يتغيران تبعاً لمؤشر محدد، والغرض من هذه السندات هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. أما عن المؤشرات المستعملة فهي متعددة فقد يكون المؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو غيره من المؤشرات [بوراس، 2002-2003، ص: 28].

**(5) السندات ذات قسيمة الاكتتاب:** السندات ذات قسيمة الاكتتاب هي عبارة عن سندات تسمح لصاحبها بالاكتتاب في أسهم وسندات تصدرها الشركة، وذلك خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقاً عند الإصدار، ويرتبط بهذا النوع من السندات قسيمة اكتتاب تعطي الحق في الاكتتاب سواء في سهم و/أو عدة أسهم أو في سند و/أو عدة سندات، هذه القسيمة قابلة للتداول بصفة مستقلة عن السندات وبحسب نوع الورقة المالية التي يمكن الاكتتاب فيها بواسطة هذه القسيمة فإن هذا النوع من السندات ينقسم إلى [باي، 2007-2008، ص: 93]:

➤ **السندات ذات قسيمة الاكتتاب في السندات OBSO:** تعطي هذه السندات لصاحبها الحق في الاكتتاب مستقبلاً في سند و/أو سندات إضافية وذلك من خلال القسيمة المرتبطة بها ويكون معدل الفائدة الخاص بهذا النوع من السندات أقل من معدل الفائدة السوقي ذلك أنه أمام صاحب هذه السندات فرص تحقيق أرباح مستقبلاً، تعوضه عن انخفاض معدل عائدها مقارنة بالسندات العادية، كما أن انخفاض هذا المعدل يكون في صالح المؤسسة المصدرة كونه يحملها تكلفة أقل.

➤ **السندات ذات قسيمة الاكتتاب في الأسهم OBSA:** هي عبارة عن سندات مرفقة بقسيمة أو عدة قسيمة تسمح لصاحبها الاكتتاب في سهم أو عدة أسهم تصدرها المؤسسة، والجدير بالذكر أن صاحب السند في هذه الحالة غير مجبر على الاكتتاب بل له الخيار بين البقاء ضمن دائني المؤسسة أو التحول إلى صاحب حق ملكية فيها.

**(6) السندات ذات الدخل:** يتماشى هذا النوع من السندات مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المؤسسة أرباحاً، ومع ذلك فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول

تاريخ استحقاقها، إضافة إلى ذلك فقد ينص العقد على أن يكون لحامل السند الحق في طلب تحويل السندات إلى أسهم عادية [هندي، 2006، ص: 34].

**(7) السندات منعدمة الدخل:** الشركة التي تصدر هذا النوع من السندات لا تدفع الفوائد عليها خلال فترة حياة السند وهذا لا يعني ذلك أنها معفية من دفع هذه الفوائد، وإنما يتم تسديد قيمة السند مع الفوائد المتركمة دفعة واحدة عند تاريخ الإستحقاق، ويتلقى صاحب السند علاوة تسديد معتبرة عند تاريخ التسديد. ويتميز معدل فائدة هذا النوع من السندات بأنه مرتفع نسبيا وذلك لكون الفوائد مؤجلة الاستحقاق.

**(8) السندات منخفضة الجودة:** وتسمى أيضا السندات الرديئة، وقد استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال الشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفة بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله مرتفعا ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر [هندي، 2006، ص: 34].

**(9) السندات المسددة بواسطة أسهم أو شهادات الاستثمار:** لا يتم تسديد قيمة السند في هذه الحالة نقدا وإنما تقدم لصاحب السند أو السندات عند تاريخ الاستحقاق مجموعة أسهم أو شهادات استثمار مقابل المبلغ المستحق على المؤسسة [باي، 2007-2008، ص: 95].

**(10) السندات ذات المعدل المتحرك:** استحدث هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية لها وخاصة طويلة الأجل، الأمر الذي أدى إلى إلحاق خسائر رأسمالية كبيرة بحملة هذه السندات، وعادة ما يتحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق [هندي، 2006، ص: 34]، وقد وجد هذا النوع من السندات من أجل المحافظة على مصالح كل المؤسسات المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها.

#### 6.2.2.2. تقسيم السندات على أساس القابلية للاستدعاء

يصدر عقد الإصدار متضمنا حقوق والتزامات كل من المصدر والمستثمر، ومن الشروط التي قد يتضمنها هذا العقد ما يعرف بشرط الاستدعاء، ويخول هذا الشرط للجهة مصدرة السند الحق في استدعاء السندات المشمولة لهذا الشرط، لإطفائها بسعر محدد خلال مهلة محددة وبهذا الخصوص يوجد نوعان من السندات هي:

**1) سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإطفاء ولأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

**2) السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر بعلاوة استدعاء الهدف منها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في السوق المالي.

### 7.2.2.2. تقسيم السندات على أساس العملة التي تحرر بها السندات

**1) سندات محررة بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.**

**2) سندات محررة بعملات أجنبية:** وتعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار هذه السندات، وكان ذلك في بداية سنة 1963، حين قامت بعض الشركات الأمريكية بالسماح لفرعها في الدول الأوروبية بإصدار مثل هذه السندات، ولكن معظمها من النوع القابل للاستدعاء، كما أن منها ما يصدر مقترنا بشرط خيار العملة الذي يوفر لحامل السند الحق في إختيار نوع العملة التي يحصل بها على فوائد السند وقيمتة الاسمية [ بن عزوز، 2011-2012، ص: 39].

### 3.2.2. مقارنة بين الأسهم والسندات

السندات كالأسهم من حيث خصائصها العامة، فهي متساوية القيمة ولها قيمة اسمية وقابلة للتداول ولا تقبل التجزئة في مواجهة الشركة. وتختلف السندات عن الأسهم من عدة وجوه أهمها:

1. السند يعطي مالكة حقا في فائدة ثابتة مقابل استخدام الشركة لأمواله سواء ربحت الشركة أو خسرت، أما السهم فمالكة يحصل على الأرباح إذا ربحت الشركة فقط.

2. السند يمثل دينا على الشركة ويعتبر مالكة دائنا للشركة، بينما السهم عبارة عن حصة من رأس مال الشركة ويعتبر مالكة شريكا.

3. للسند أجل معين ومحدود يتعين على الشركة سداد قيمته في نهاية هذه المدة بينما السهم لا أجل له.

4. 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.

5. عند تصفية الشركة يكون لمالك السند الأولية في الحصول على قيمة السند، أما مالك السهم فليس له شيء إلا بعد تصفية السندات وقضاء الديون.
6. تتقطع 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.
7. يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية (أي بخصم إصدار)، بينما لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الاسمية.
- مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات في النقاط السابقة يمكن رصد أهم الفروقات ملخصة في الجدول التالي:

الجدول رقم (1.1): مقارنة بين خصائص السند والسهم

السند	السهم
1. أداة دين لحامله على الجهة المقترضة.	1. أداة ملكية لحامله في رؤوس الأموال الشركة.
2. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	2. ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
3. حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين: تغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.	3. حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
4. حامل السند يسترد ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد.	4. حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
5. لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.	5. يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة.
6. حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6. عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7. القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7. القيمة السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8. تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.	8. عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح ويخضع للضريبة.
9. إن الدخل الذي تحققه السندات لحاملها لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.	9. حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق.
10. السندات تصدر عن الدول أو الشركات أو الأفراد.	10. الأسهم تصدر فقط عن شركات مساهمة.

المصدر: ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي؛ "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل للنشر والطباعة،

عمان، 1999، ص: 161.

### 3.2. الأدوات المالية المشتقة

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع وشراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها 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 الإستثمار. وتستخدم المشتقات المالية لأغراض عدة، تشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر والمراجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة.

#### 1.3.2. تعريف المشتقات المالية

المشتقات المالية عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات إستثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات إستثمارية مشتقة وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.

تعرف أيضا بأنها ليست أصولا مالية، وليست أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر العقود المتعارف عليها ويترتب عليها حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر [إضاءات، 2010، ص: 01].

عرفها بنك التسويات الدولية على أنها عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول. وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري [رضوان، 2005، ص: 59-60].

#### 2.3.2. أدوات المشتقات المالية

من الصعب جدا حصر كافة أدوات المشتقات المالية التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، فالهندسة المالية لا تتوقف عن صناعة المنتجات المالية الجديدة وتقديم الابتكارات المالية المستحدثة، ومن أبرز وأهم أشكال عقود المشتقات المالية المتعامل بها في البورصات المنظمة وغير المنظمة: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات وعقود المبادلات.

#### 1.2.3.2. العقود الآجلة

يتم من خلالها بيع وشراء الأصول المالية في تاريخ لاحق، حيث يلزم البائع بان يسلم المشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، وبسعر يتم الاتفاق عليه في تاريخ التعاقد، ويسمى هذا بسعر التنفيذ لتجنب مخاطر تقلبات سعر الصرف.

ومن هنا فإن العقود الآجلة عادة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق الأدوات المالية المشتقة كباقي المشتقات حيث أنها اتفاق خاص ومغلق بين طرفين [ حماد، 2001، ص: 12].

### 2.2.3.2. العقود المستقبلية

وهي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد. وقد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينات والتسعينات وتم إنشاء أسواق مالية لها وذلك لتنظيم قواعد المتاجرة بها. وبذلك أصبح العقد المستقبلي بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول، وتتسم بسيولة عالية، حيث يمكن للمستثمر بسهولة أن يبيع العقد في أي وقت بالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال.

إن الاختلاف الجوهرى بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية هو أن هذه الأخيرة هي عقود نمطية ومنظمة بشكل رسمي، إذ يتم تداولها في البورصات المالية، وكذا عمليات التعامل بها تكون منظمة.

### 3.2.3.2. عقود الخيارات

يعرف عقد الخيار بأنه العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري عملة أو بضاعة أو أوراق مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء [ العقلا، لا توجد سنة نشر، ص: 11].

وبالطبع هناك بالمقابل على مشتري الاختيار بأن يدفع ثمناً لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا العقد، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها بائع أو محرر العقد، وبالنسبة لمحرر العقد فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك أي إذا كان التنفيذ لصالحه.

تتقسم عقود الخيار إلى سبعة أنواع وفقاً لثلاثة معايير كما يلي:

#### (1) حسب تاريخ التنفيذ: نميز بين:

أ. الإختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد.

ب. الإختيار الأوروبي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.

## (2) حسب طبيعة العقد: نميز بين:

أ. خيار الشراء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الإلتزام بالشراء ويستخدم لتحقيق أغراض المضاربة حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، أغراض التحوط بمعنى تحمي المتعامل من مخاطر ارتفاع السعر ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق والتي ربما ترتفع كثيرا - وكذا لتحقيق أغراض استثمارية-.

ب. خيار البيع: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الإلتزام بذلك نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الإختيار، فإذا إرتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الإلتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

ج. الخيار المزدوج: يجمع الخيار المزدوج بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل عقد الخيار أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية في البورصة خلال فترة التعاقد كان في موقف المشتري، وإذا انخفضت كان في موقف البائع، ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار أو محرر الخيار فإنه يتقاضى ضعف ثمن مكافأة خيار الشراء أو خيار البيع [نصار، 2006، ص: 144].

## (3) حسب ملكية الأوراق المالية: ونميز بين:

أ. الإختيار المغطى: هو حق اختيار شراء أو بيع يكون محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ب. الإختيار غير المغطى: هو حق الإختيار الذي لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

### 4.2.3.2 عقود المبادلات

تعود التجارب الأولى لهذه العملية إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث اعتبرت عنصرا جديدا لإيجاد تسهيلات للإقراض على الصعيد الدولي، ومارستها البنوك المركزية التي تعاني من صعوبات مالية وذلك لضمان أصولها ضد تقلبات أسعار الصرف، وهي "عبارة عن إتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل

تدفقات نقدية في تاريخ معين"، أو هي "المبادلات التي يتبادل طرفاها مدفوعات الفائدة الخاصة بكل منهما والتي يتم حسابها بناء على معدلات الفائدة الثابتة أو المتغيرة أو يكون التبادل لمدفوعات خدمة الدين لكل منهما والمقوم بعملات مختلفة". وهذه التقنية تمكن المدينين من تغيير العملة المقوم بها الدين، أو طريقة سداد مدفوعات خدمة الدين، أو طريقة حساب معدل الفائدة عليه.

وخلافا لعقود الإختيار تعتبر عقود المبادلات ملزمة للمتعاملين، كما أن المتحصلات والمدفوعات بين الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحدة كالعقود الآجلة بل وفق سلسلة من القيود لاحقة التنفيذ [العقون، 2012-2013، ص: 71].

## 4.2. الصناديق الإستثمارية

تعتبر صناديق الاستثمار من الوسائل الهامة لاستثمار الأموال استثمارا مشتركا، إذ أنها تتولى تجميع مدخرات الراغبين في استثمار أموالهم في الأوراق المالية، ثم تقوم بتوجيه هذه المدخرات نحو بيع وشراء أوراق مالية متنوعة محققة بذلك الفرصة لكل المدخرين صغارا وكبارا في أن يستثمروا أموالهم استثمارا مشتركا ومتنوعا تقل فيه المخاطر من ناحية، وتوفر عليهم الجهد والوقت في البحث عن أفضل الأوراق المالية التي تتناسب مع مدخراتهم من ناحية أخرى، خاصة بالنسبة لهؤلاء المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الخبرة الكافية للاستثمار الجيد في الأوراق المالية، وكذا صغارا المدخرين الذين يعجزون في حالات كثيرة عن استثمار أموالهم القليلة استثمارا مناسباً لقلتها، أو لعدم درايتهم وقدرتهم على إجراء عمليات التحليل لميزانيات الشركات لاختيار أفضل الأوراق المالية التي تناسبهم.

### 1.4.2. تعريف الصناديق الإستثمارية

الصناديق الإستثمارية هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات للإشتراك سويا في برنامج إستثماري يدار من قبل مستشاري إستثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر [يوسف، 2014، ص: 96].

أو هي عبارة عن وعاء مالي لتوسيع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها، وهي تعمل في السوق الثانوية [قاسم، 1995، ص: 45].

أو هي عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في

أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبيتها نشرة الإصدار [الحسني، 1999، ص: 06].

وتُعرف صناديق الاستثمار أيضاً بأنها أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة [هيئة السوق المالية؛ <http://cma.org.sa>، تاريخ التصفح: 13/05/2016].

وفقاً للتعريف السابقة يشتمل الصندوق الاستثماري على مجموعة من الأوراق المالية تُختار وفقاً للأسس ومعايير محددة تحقق أهداف الصندوق الاستثمارية، علاوة على تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للاستثمار. وتتجنب استثمارات الصناديق القيود التي تقع عادة على استثمارات الأفراد، فيتحقق لها مزيد من القدرة على التنوع، وانخفاض في تكاليف بيع وشراء الأسهم. وتتكون أرباح الصناديق الاستثمارية عادة من الأرباح الرأسمالية، أي الأرباح الناتجة عن تحسن أو تغير أسعار الأوراق المالية المستثمر بها إضافة إلى أرباح التوزيعات، إن وجدت للأوراق المالية. وقد يتعرض الصندوق للخسارة وذلك في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية المكونة لأصول الصندوق .

## 2.4.2. مزايا صناديق الإستثمار

تحقق صناديق الاستثمار عدة مزايا هي كما يلي:

- ✓ **الإدارة المتخصصة:** إنّ الميزة الأساسية للاستثمار في الصندوق هي الاستفادة من خبرة ومعرفة مدير الصندوق في اتخاذ أفضل القرارات الاستثمارية. ويستوجب الاستثمار المباشر في الأوراق المالية التحليل والدراسة والإلمام بمحددات الربح والخسارة والمخاطر المرتبطة بالأوراق المالية، ولا تتوفر هذه المهارات إلا لدى شريحة محدودة من المستثمرين. لذا تمنح صناديق الاستثمار المستثمرين الغير ملمين بمهارات التحليل المالي فرصة الاستفادة من معرفة ومهنية المختصين بالاستثمار في إدارة الأوراق المالية، وتتسم طبيعة عمل مديري الاستثمار بتفرغهم التام لمتابعة تطورات السوق والاقتصاد لحظة بلحظة وبراعتهم في فهم المعطيات واستنتاج العواقب.
- ✓ **تنوع الاستثمارات وتقليل المخاطر:** الاستثمار في الصناديق يتيح للمستثمر الفرد إمكانية تنوع استثماراته بتكلفة أقل نسبياً من الاستثمار والتنوع المباشر، مما يعطيه فرصة أكبر لتقليل مخاطر الاستثمار نتيجة لتنوع الأوراق المالية التي يمتلكها الصندوق. وتتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين إمكانية تنوع وتوزيع الاستثمارات بطريقة منهجية عبر نطاق أوسع من الأصول والمناطق الجغرافية

والصناعات للتقليل من مخاطر تركيز الأصول والاستفادة من تباين عوائدها [هيئة السوق المالية؛ <http://cma.org.sa>، تاريخ التصفح: 13/05/2016].

- ✓ الاستفادة من تشكيلة عريضة من الخدمات: يمكن أن يستفيد المستثمرين من الخدمات الخاصة التي تقدمها الصناديق للمستثمرين بها. سواء أكان ذلك متعلقًا بالاستثمار الآلي أو برامج السحب واسترداد قيم الاستثمار أو تحويل الأموال إلكترونياً وإعادة استثمار العوائد سواء أكانت توزيعات أو فوائد أو أرباح رأسمالية.
- ✓ السرعة في تحويل الحصص إلى نقدية: المستثمرين في صناديق الاستثمار يستطيعون في أي وقت بيع الأسهم أو وثائق الاستثمار، مقابل استلام صافي القيمة الحالية لأصولهم الاستثمارية.
- ✓ تنشيط حركة سوق رؤوس الأموال: إن صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة توظف أموالها في الأوراق المالية المتداولة في البورصة المنظمة وغير المنظمة. مما يساهم في تنشيط حركة هذه البورصات. وكذلك فإن أسهم شركات الاستثمار التي تدير صناديق الاستثمار المغلقة تكون مدرجة للتداول في البورصة. مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في البورصة. وأيضًا وثائق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة تتيح للمستثمر فرصًا وظروف استثمارية أكثر جاذبية، وهو ما ينعكس إيجابيًا في النهاية على نشاط البورصة [نصار، 2006، ص: 154].
- ✓ ملاءمتها لثتى شرائح المستثمرين: حيث أن الوحدات الإستثمارية ذات فئات مختلفة، فمنها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات ثتى شرائح المستثمرين [يوسف، 2014، ص: 109].
- ✓ المستثمر في صندوق الاستثمار لا يملك أية سلطة إدارية أو رقابية و يقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه فقط [شاكر، لا توجد سنة نشر، ص: 12].

### 3.4.2. الأطراف المتعاقدة في صناديق الاستثمار

هناك عدة أطراف تعتبر الأساس في تكوين صناديق الاستثمار وهي [غدير، 2014، ص: 08]:

1. المساهمون المكتتبون في الصناديق.
2. مدير الاستثمار.
3. جهة الإصدار: وهو الجهة التي تقوم بإنشاء الصندوق واستصدار التراخيص الرسمية لإنشائه، وقد تشارك في رأس ماله.

#### 4.4.2. تصنيف صناديق الاستثمار

تصنف صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع تبعا لمعايير مختلفة أهمها:

**1) تصنيفها من حيث نوعية الأدوات الإستثمارية المكونة للصندوق:** تنقسم إلى قسمين وهما [ يوسف، 2014، ص: 131-132]:

**أ. صناديق الإستثمارات الحقيقية:** ويعتبر الإستثمار حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والمعادن ونحوها. ويطلق على الإستثمارات الحقيقية الإستثمارات المباشرة، وتتنوع صناديق الإستثمار الحقيقية إلى أنواع كثيرة بحسب الأصل المستثمر فيها ومن الأمثلة عليها:

- صناديق الإستثمار العقارية.

- صناديق الإستثمار بالسلع والبضائع.

- صناديق الإستثمار في سوق الصرف الأجنبي والمعادن النفيسة.

**ب. صناديق الإستثمارات المالية:** ويقصد بها الإستثمار في سوق الأوراق المالية، وتنقسم هذه الصناديق وفقا لنوع الورقة المالية المستثمر بها إلى نوعين:

**النوع الأول:** صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق رؤوس الأموال: وتشتمل هذه الصناديق على الأوراق المالية طويل الأجل، ومن أهم هذه الصناديق:

**أ. صناديق الأسهم:** وتهدف هذه الصناديق إلى بناء تشكيلة من الأسهم في بلد معين، أو منطقة محددة، أو في قطاع معين كصناديق الأسهم السعودية والأوروبية أو الأسهم الزراعية أو الصناعية أو غيرها.

**ب. صناديق السندات:** وهي تلك الصناديق التي تقتصر على الإستثمار في السندات فقط.

**ج. الصناديق المتوازنة:** وتشتمل هذه الصناديق على مزيج من الأسهم العادية وأوراق مالية ذات دخل ثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة والشركات، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

**النوع الثاني:** صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد: والمعروفة بصناديق سوق النقد والمكونة من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، لا تتجاوز مدتها غالبا سنة، ويتم تداولها في سوق النقد.

(2) تصنيفها من حيث أهدافها: ونميز:

أ. **صناديق النمو:** ويقصد منها تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق، أي أنه لا يكون الهدف منها الحصول على عائد منتظم وإنما الإستفادة من التقلبات الحادثة في القيمة السوقية للأدوات الإستثمارية المكونة لها.

ب. **صناديق الدخل:** وتستهدف هذه الصناديق الحصول على عائد دوري للمستثمرين، لذا تشمل تشكيلاتها عادة على السندات، أو أسهم الشركات الكبيرة والمستقرة.

ج. **صناديق الدخل والنمو:** وهي صناديق تجمع بين أهداف النوعين السابقين، وتتكون من تشكيلة من الأسهم العادية، والأوراق المالية ذات العائد الثابت (الصناديق المتوازنة).

د. **صناديق إدارة الضريبة:** وهي الصناديق التي لا تقوم بتوزيع أرباح المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمارها مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية، أي يحصلون على أسهم مجانية في الصندوق تعادل قيمتها قيمة هذه الأرباح غير الموزعة، والمستثمر في هذه الصناديق لا يدفع أي ضريبة وهذا لأنه لم يتم توزيع الأرباح [بوزيد، 2007، ص: 116].

(3) تصنيفها تبعا لطبيعة نهايتها [شاكر، لا توجد سنة نشر، ص: 12]:

أ. **النوع المفتوح:** وهو النوع الذي يمكنه استيعاب مساهمات جديدة كلما كان ذلك لازماً، ونعني بها أيضا مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين.

ب. **النوع المغلق:** وهو لا يسمح بأية إضافات للحصص بعد إكمال الإكتتاب المحدد سلفاً.

(4) تصنيفها من حيث موقع استثمارات الصندوق [يوسف، 2014، ص: 130-131]:

أ. صناديق تركز إستثماراتها في أدوات الإستثمار المحلية في دولة معينة.

ب. صناديق تستثمر على المستوى الإقليمي كإستثمار في أسواق شرق آسيا.

ج. صناديق توظف أموالها في أكثر من دولة في الأسواق المالية العالمية.

### III. كفاءة ومؤشرات أسواق رؤوس الأموال

تمثل كفاءة سوق رؤوس الأموال قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتاحة أساساً لتقييم واتخاذ القرارات الإستثمارية والتي تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمنشورة ونلك التي تتدفق من قنوات متعددة، كما أن مؤشرات أسواق رؤوس الأموال تمثل أحد أهم العوامل التي تهتم المستثمرين، نظراً لأهميتها عند الاقتصاديين أو المتعاملين في أسواق رؤوس الأموال، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من الأسهم التي يتم تداولها فيه، وعادة ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رؤوس الأموال المستهدف قياسه.

#### 1.3. ماهية كفاءة أسواق رؤوس الأموال

عندما نقول عن سوق رؤوس الأموال بأنه كفء هذا يعني بأن أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسندات) فيه تعكس جميع المعلومات المتعلقة بهذه الأوراق ولا يمكن لأحد التنبؤ على السوق وتحقيق عوائد غير عادية تتجاوز معدل المخاطر المرافقة للاستثمار. ولقد نشأت فرضية كفاءة السوق نتيجة جهود بحث كبيرة قام بها الكثير من الباحثين والمختصين في الأسواق المالية.

بالعودة إلى القرن السادس عشر وفي سنة 1564، يشير عالم الرياضيات البارز Cardano " في كتابه " Girolamo " كتاب لعبة الحظ" إلى أن المبدأ الأساسي في أي لعبة قمار هو تساوي الظروف والشروط عند كل خصم حتى بأصغر التفاصيل. بينما لاحظ سمسار الأسهم الفرنسي " Regnault Jules " في سنة 1863 أنه كلما تم الاحتفاظ بالورقة المالية لمدة أطول فإن هنالك احتمال لحدوث ربح أكبر أو خسارة أكبر وأن الانحراف في السعر يتناسب طردياً مع الجذر التربيعي للزمن. وأيضاً قام كل من البريطانيين، الفيزيائي " Rayleigh " سنة 1880 والفيلسوف " Venn John " سنة 1888، بالتعرض لمفهوم السير العشوائي بشكل عام، حيث أن أسعار الأسهم لا تتبع نمطاً معين لتسلكه، بل تكون حركتها عشوائية يصعب التنبؤ بها.

في سنة 1889 تم التطرق لمفهوم كفاءة السوق بشكلٍ صريح في كتاب الاقتصادي " Gibson " أسواق الأسهم في لندن وباريس ونيويورك " حيث أشار إلى أن الأسهم عندما تطرح للعموم فإن قيمتها تعكس أفضل المعلومات المتعلقة بها. شكلت هذه الأفكار حجر الأساس لفرضية كفاءة السوق، حيث مع بداية القرن العشرين قام عالم الرياضيات الفرنسي " Bachelier Louis " بإجراء أول تحليل دقيق لعوائد الأسهم في سنة 1900، وثق من خلاله عمله وجود استقلالية إحصائية في سير عوائد الأسهم، بمعنى أن أسعار الأسهم كانت تسير وفق سلسلة عشوائية [ بورقبة، 2010، ص: 142]. هذا ما شكل فيما بعد أساساً لفرضية السير

العشوائي. وفي سنة 1938 كان " Williams Burr john " في عمله عن القيمة الحقيقية واحداً من الأوائل الذين حاولوا التعرف على ما تحمله أسعار الأسهم من معلومات محتملة، وجادل بأن أسعار الأسهم تعتمد على أسس اقتصادية. بينما كانت الفكرة المسيطرة قبل ذلك والتي اقترحها الاقتصادي الشهير جون كينز هي أن أسعار الأسهم مبنية على أساس المضاربة أكثر منها على أسس اقتصادية.

في سنة 1953 طرح الإحصائي البريطاني " Kendall Maurice " بحثه المثير للجدل بعنوان تحليل السلاسل الزمنية الاقتصادية الذي أجراه على العوائد الأسبوعية لمؤشر السوق البريطاني، وتوقع فيه أن يجد سلوكاً منتظماً لحركة الأسهم، لكنه لاحظ أن أسعار الأسهم تتبع سلوكاً عشوائياً ولا يمكن التنبؤ بها مستقبلاً. [13]. كذلك الأمر بالنسبة للبحث الذي أجراه " Roberts Harry " سنة 1959 والذي وجد نتائج مشابهة في مؤشر Dow Jones الصناعي.

في سنة 1965 قدم " Fama Eugene " نتائجاً شاملةً ليس فقط من حيث الاستقلالية الإحصائية بل أيضاً من حيث جدوى نتائج التحليل الفني تدعم فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم. حيث قام بدراسة معامل الارتباط لسلسلة أسعار أسهم مؤشر داو جونز الصناعي المكون من 30 سهم، ووجد أن التغيرات اليومية لأسعار هذه الأسهم لها ارتباط ضئيل جداً ويقترّب من الصفر، مما دفعه إلى استنتاج خاصية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية. تقوم هذه الخاصية على فكرة أنه إذا كان هنالك تدفق في المعلومات بدون عوائق إلى الأسواق المالية والمشاركين فيها، فإن أسعار يوم الغد ستعكس فقط أخبار الغد، وستكون مستقلة عن أسعار اليوم. هذا يعني أنه لا يمكن التنبؤ بأي تغيير في أسعار الأوراق المالية بناء على معلومات اليوم. وحتى ذلك الوقت لم يكن قد تبلور بعد المعنى الحقيقي لأسعار الأسهم وارتباطها بأسس اقتصادية. ليأتي بعد ذلك عمل كل من " Samuelson Paul " سنة 1965 و " Mandelbort Benoit " سنة 1966 ليؤكدوا على أن الاستثمار في سوق رؤوس الأموال هو لعبة عادلة، مما يعني أنه لا يمكن للمستثمر التفوق على أداء السوق إن لم يكن بحوزته معلومات يستفيد منها في ذلك. كما أن أسعار الأسهم تعكس توقعات المستثمرين في ضوء جميع المعلومات المتاحة، فأسعار الغد تتغير فقط في حال تغيرت توقعات المستثمرين بشأن الغد. وهذه التغيرات من الممكن أن تكون إيجابية أو سلبية طالما لا يوجد تحيز في توقعات المستثمرين، وشكل ذلك الأساس لفرضية العقلانية في أسواق رؤوس الأموال [الموقع؛ <http://www.syrres.com/article/8293.html>، تاريخ التصفح: 19/09/2016].

بعد ذلك قام Fama سنة 1970 بنشر بحثه الشهير " كفاءة سوق رؤوس الأموال: استعراض للنظرية واختبار تجريبي " والذي شكل الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق. تطور فيما بعد مفهوم كفاءة السوق تدريجياً، ليعبر السوق الكفاء عن السوق الذي يتصف بسرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه لأية معلومات جديدة، كما تعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية في تلك السوق وفي تاريخ معين يعكس

كافة المعلومات المتاحة حتى هذا التاريخ، وأن أي معلومة جديدة عن هذه الورقة ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحتها للمتعاملين في السوق.

### 1.1.3. مفهوم كفاءة أسواق رؤوس الأموال وأنواعها

يعتبر الإهتمام بتحقيق وتحسين كفاءة أسواق رؤوس الأموال ضروريا لما لها من انعكاس مباشر على فعالية وتطور الإقتصاد ككل، ولأن سوق رؤوس الأموال تعد الركن الأساسي في هيكل النظام التمويلي. حيث يظهر دور هذه الأسواق كأهم قناة لتعبئة الموارد المالية وإعادة توجيهها إلى المشاريع الإستثمارية من خلال إكتتاب الأفراد والشركات لما يصدر في هذه الأسواق من أوراق مالية مختلفة.

#### 1.1.1.3 مفهوم كفاءة أسواق رؤوس الأموال

تعرف كفاءة السوق على أنها سرعة إستجابة الأسعار في سوق رؤوس الأموال للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، لتصبح بذلك أسعار الأوراق المالية داخله تعكس المعلومات المتاحة. ووفقا لهذا التعريف فإن كفاءة السوق لا تعني بالضرورة أنه سوق نشيط لأن نشاطه مرتبط بحجم التداول وليس بتحريك الأسعار [رسمية؛ لا توجد سنة نشر، ص: 35].

وعرف ديلكوي كفاءة السوق بأنها "السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها" [سمور، 2007، ص: 36].

مما سبق يقصد بالكفاءة في سوق رؤوس الأموال 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، ونجد أن سعر الورقة المالية يتغير وبسرعة تبعا لنوع المعلومات الجديدة التي يتحصل عليها المتعاملون في هذا السوق، فإذا كانت هذه المعلومات مرضية أي تعكس صورة ايجابية عن الشركة المصدرة لهذه الورقة، سنلاحظ زيادة الطلب على هذه الورقة المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، والعكس صحيح. بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

- وفقا لمفهوم كفاءة سوق رؤوس الأموال يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء [ربابعة وحطاب، 2006، ص: 38]:
- ✓ أن تسود سوق رؤوس الأموال حالة المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتتوفر لهم حرية الدخول إليه والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار.
  - ✓ أن توفر سوق رؤوس الأموال خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها. وتتوفر خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع وشراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة وفي الوقت المناسب وبالسرعة اللازمة.
  - ✓ أن يتوفر في سوق رؤوس الأموال وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه 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.
  - ✓ أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
  - ✓ 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 السنة.
  - ✓ وجود هيئة مشرفة تعرف بهيئة الأوراق المالية وان تكون هذه الهيئة محايدة.
  - ✓ أن تكون كلفة التداول منخفضة جدا إلى درجة شبه معدومة.
  - ✓ وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية، والتي تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول ويمثلون البنوك والمؤسسات والشركات التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة [ين محياوي، 2014-2015، ص: 59-60].
  - ✓ وجود لجنة إدارية تضع أنظمة الأسواق المالية، وتشرف على تطبيقها وتعمل على تطويرها باستمرار وتراقب عمليات التداول.
  - ✓ وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية.

- ✓ وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ الأوامر، وتحديد أسعار الصفقات بسرعة وهناك طريقتان متبعتان في العادة هما المزايدة أو المفاوضة.
- ✓ وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة في السوق.
- ✓ وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم.

### 2.1.1.3. أنواع كفاءة أسواق رؤوس الأموال

هناك نوعان من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

#### 1.2.1.1.3 الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف [ معارفي ومفتاح، 2009-2010، ص: 183].

وعليه تقتضي الكفاءة الكاملة توافر الشروط التالية [ سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، 2004، ص: 09]:

- ✓ إتاحة المعلومات عن السوق للجميع وفي ذات اللحظة وبدون تكاليف.
- ✓ عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها، بما في ذلك حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية التي يريدونها من الأسهم وبدون شروط وبسهولة، بالإضافة إلى حرية دخول وخروج المتعاملين من وإلى السوق.
- ✓ وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- ✓ اتصاف سلوك المستثمرين بالرشد الإقتصادي، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استثمار ثرواتهم [ حسين، 2008، ص: 32].

بالرجوع إلى هذه الشروط نجد أنه لا يبدو أنها ما هو واقعي من الناحية العلمية سوى الشرط الأخير، فبالنسبة للشرط الأول لا يوجد ما يضمن أن يكون لأحد المتعاملين في سوق الأوراق المالية علاقة صداقة أو قرابة في الشركة المعنية تسمح له بالحصول على المعلومات الضرورية قبل غيره من المتعاملين، كما أنه في الشرط الثاني لا يمكننا إلغاء فكرة وجود تكاليف وقيود على المعاملات في أسواق رؤوس الأموال، أما فيما يتعلق بالشرط الثالث فإن وجود عدد كبير من المؤسسات التي تبرم صفقات ضخمة على نوع من الأوراق المالية من شأنه ترك أثر على سعر هذه الورقة المالية. أما بالنسبة للشرط الأخير فهو واقعي وقابل للتحقيق بسعي كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة، فالكفاءة الكاملة لا يمكن أن تتوافر في السوق، إذ من المستحيل

تحقيق الكمال في استيفاء الشروط الثلاثة الأولى، فالشرط الأخير إذا هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط، وبهذا فإننا ننتقل من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية [زيد، 2014-2015، ص: 37-38].

### 2.1.1.3.2. الكفاءة الاقتصادية

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تظهر آثارها على أسعار الأسهم. وهذا يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من وراءها أرباحا غير عادية على المدى الطويل [السيسي، 2003، ص: 26].

### 3.1.1.3. شروط كفاءة أسواق رؤوس الأموال

تحقق كفاءة السوق عامة بتوفر خمسة شروط وهي [دريال وبوزيان، 2012، ص: 08-09]:

أ. **المعلومات:** تتوقف كفاءة السوق على مدى توفر المعلومات للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها، عدالة فرص الاستفادة منها، تكاليف الحصول عليها وقدرة فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.  
ب. **عقلانية سلوك المستثمر:** لا يمكن أن تكون السوق كفؤة إلا إذا كان المستثمرون عقلانيون وهذا يستلزم فرضين:

- يجب أن يتصرف المستثمرون بطريقة متناسقة مع المعلومات المتاحة لهم وعليه إذا كان المستثمرون يتنبئون بارتفاع سعر ورقة مالية ما، فعليهم القيام بعملية الشراء أو الإحتفاظ وليس البيع وبالعكس ذلك يتحدد قرار البيع.

- يتخذ المستثمرون قرارات الشراء والبيع التي تحقق هدف تعظيم المنفعة المنتظرة، وذلك بإمكانية الحصول على عائد متوقع مقابل مستوى مخاطرة معين.

ج. **تكلفة المعاملات:** كلما كانت تكلفة المعاملات منخفضة كانت السوق أكثر كفاءة على النحو الذي يسمح للمستثمرين من تحقيق أرباح صافية عند بيعهم للأوراق المالية التي يمتلكونها، إذ تعتبر تكلفة المعاملات معيارا لكفاءة السوق، في حين أن ارتفاع هذه التكاليف يحد من التوسع في الإستثمار على النحو الذي يقلص من كفاءة السوق.

د. **السيولة:** يقصد بالسيولة إمكانية شراء أو بيع الورقة المالية بسهولة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية. حيث أن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة من خلال كثرة التعاملات عليها. عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث أن أسعارها تعكس بتأخر المعلومات المتاحة نظرا لقلّة حجم التعاملات عليها. كذلك فإن سمة السيولة تسهم بشكل كبير في زيادة الكفاءة

التخصيصية للموارد بسبب أن الأوراق المالية التي تتسم بالسيولة يكون سعرها أكبر من الأوراق المالية التي لا تتاح لها هذه الميزة، نتيجة درجة المخاطرة المصاحبة للإستثمار فيها، مما يجعل أغلب المستثمرين يقدمون على شراء هذا النوع من الأوراق المالية ومنه تتأثر القيمة السوقية للشركة المصدرة لها.

**هـ. عدالة السوق:** وتعني إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات السوق جاهدة على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي. كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

#### 4.1.1.3. عوامل إضعاف كفاءة سوق رؤوس الأموال

تتأثر كفاءة السوق بجملة من العوامل تحول دون التخصيص الكفء للموارد المتاحة، ومنها [ دريال وبوزيان، 2012، ص: 10]:

**أ. الإشاعات:** عندما تسود السوق إشاعات لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات تتسبب في إحداث تغيرات غير مرغوبة في أسعار الأوراق المالية.

**ب. توفر حالة زعر في السوق:** عندما يسود السوق حالة من الخوف بين المتعاملين لأسباب قد تكون مجهولة مما يؤدي إلى حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأوراق المالية تسبب أزمات في السوق وبالتالي إنهاره.

**ج. الممارسات غير الأخلاقية:** تؤدي الممارسات غير الأخلاقية التي تسود السوق إلى إضعاف كفاءته، من خلال زعزعة ثقة المتعاملين، وعليه يكون من اللازم إعداد التشريعات اللازمة لمواجهة مثل هذه الممارسات (مثل: البيع الصوري والشراء بغرض الإحتكار، التلاعب بالأسعار من قبل المضاربين أو من طرف الشركات المصدرة للأوراق المالية).

**د. ضعف تنظيم السوق:** يؤدي عدم تنظيم السوق بشكل جيد إلى إضعاف الكفاءة المنشودة ومن أهم العوامل التي تؤدي إلى حدوث اضطرابات في تنظيم السوق: عدم وجود إطار تنظيمي واضح المعالم، غياب رقابة الأجهزة المختصة، نقص التنوع في الأدوات المالية وعدم الإفصاح التام والشامل عن كافة المعلومات الخاصة بالشركات المقيدة في السوق.

**هـ. عدم كفاءة نظام المعلومات:** تتوقف كفاءة السوق على كفاءة نظام المعلومات السائد، ومن أهم أسباب عدم كفاءة نظام المعلومات: التأخير في نشر المعلومات والبيانات، عدم تماثل المعلومات داخل الأسواق المالية وعدم كفاءة المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات سليمة لإغفالها لبعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.

### 2.3. متطلبات وأثر المعلومات على كفاءة أسواق رؤوس الأموال

السوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفؤا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية ويمكن من تبادل الأدوات الإستثمارية عند الأسعار القريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات من أجل تحقيق مبدأ التوازن مع شرط قبول طرفي العرض والطلب لهذه الأسعار.

#### 1.2.3. متطلبات كفاءة أسواق رؤوس الأموال

لكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر في السوق سمتان أساسيتان هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل [ موصلي والسمان، 2013، ص: 15].

❖ **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات أيضا تصل للمستثمرين دون تكاليف مرتفعة للحصول عليها، مع تكافؤ فرص الحصول على هذه المعلومات، فضلا عن ذلك ينبغي أن تكون المعلومات صادقة مع إمكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها بمعنى أن تسعير الورقة المالية قائم على أساس المعلومات وليس على أساس الإشاعات، وبالتالي فإن أسعار السوق الكفاء تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم أو التقدير الأمثل لقيمتها الحقيقية، وبهذا يصبح التعامل في تلك 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، ولكن إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في مثل هذه السوق، فإنه ليس بالأمر المستحيل.

❖ **كفاءة التشغيل:** وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للتوسط أو السمسرة ودون أن يتاح للتجار والمختصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف [ حنفي، 2006-2007، ص: 189].

غالبا ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء والعلاقات بينهما عكسية، بمعنى أنه كلما قل الفارق بين السعيرين زادت الكفاءة التشغيلية والعكس، ولكي تكون السوق ذات كفاءة تشغيلية يقتضي ما يلي [ الغالبي والشمري، 2015، ص: 04-05]:

(1) قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر.

(2) لابد من التنافس بين صناعات السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق التشغيلية.

يتضح من مفهوم كفاءة التشغيل، أن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على هذه الكفاءة، فلكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع، فإنه لابد أن تكون تكلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا، وبالشكل الذي يسوغ الجهد المبذول للحصول على المعلومة الجديدة وتحليلها، وبغض النظر عن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومة في سعر الورقة المالية.

### 2.2.3. أثر المعلومات على كفاءة أسواق رؤوس الأموال

تعتبر المعلومات عنصراً حاسماً من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى، وفي مجال الأوراق المالية تأخذ المعلومات دوراً بارزاً، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب يتحول سوق رؤوس الأموال من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، فعدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق رؤوس الأموال ذاتها من جهة أخرى أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين في الشركات بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فمشور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما. وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق رؤوس الأموال يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، كما أن عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليل المعلومات سوف يحول سوق رؤوس الأموال إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة.

قد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات المالية في سوق رؤوس الأموال إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين. ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية. أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، بحيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

تتميز الأسواق المتطورة بتعدد المصادر التي تساهم في توفير المعلومات بكثرة، وفي نفس الوقت تكون فيه هذه المعلومات متاحة للجميع إما بالمجان أو بتكلفة قليلة. وتتمثل هذه المصادر في: الصحف والمجلات المتخصصة، سماسرة الأوراق المالية، الصحف والمجلات العامة، بورصة الأوراق المالية، الأصدقاء والأقارب والانترنت... الخ.

نتوقف كفاءة سوق رؤوس الأموال على كفاءة نظام المعلومات المالية، 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 رؤوس الأموال، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رؤوس الأموال 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.

يمكن 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 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 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.

خلاصة لما سبق نتوقف كفاءة سوق رؤوس الأموال على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق رؤوس الأموال يعتمد على ما يلي:

- ✓ توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رؤوس الأموال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها.
- ✓ توفر 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 رؤوس الأموال وهو ما 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 المستثمرون في سوق رؤوس الأموال بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وبتكوين المحافظ الاستثمارية الملائمة [ بن حاسين وآخرون، 2013، ص: 258-259].

### 3.3. فرضيات كفاءة أسواق رؤوس الأموال

لقد جاء تقسيم كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات مختلفة عن الدراسة التطبيقية التي قام بها (Fama) سنة 1965 والتي حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط (داوو جونز Dow Jones)، حيث راقب الحركة اليومية لأسعار (30 سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماما أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية. وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تتقلب عشوائيا صعودا ونزولا وفقا لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق. وعليه، فقد قسمت كفاءة السوق إلى ثلاثة صيغ أو مستويات من الكفاءة، ويمكن تعريفها حسب (Roberts (1967) كالتالي [ زيطاي، 2004، ص: 133]:

#### 1.3.3. المستوى الضعيف لكفاءة السوق

تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار [ باعظكة، 2012، ص: 24]، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

**2.3.3. المستوى شبه القوي لكفاءة السوق**

يطلق عليها أيضا فرضية السوق المتوسطة، وبموجبها فإن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية المتاحة أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتوقعات الخاصة بالشؤون الدولية والظروف الاقتصادية في الدولة والصناعة والشركة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

في ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الإستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم [الغالي والشمري، 2015، ص: 06].

يعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين حيث تستجيب أسعار الأوراق المالية لهذه المعلومات وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للورقة المالية وسعرها، وتتحقق الأرباح الإستثنائية فقط قبل وصول هذه المعلومات [حنفي، 2006-2007، ص: 193].

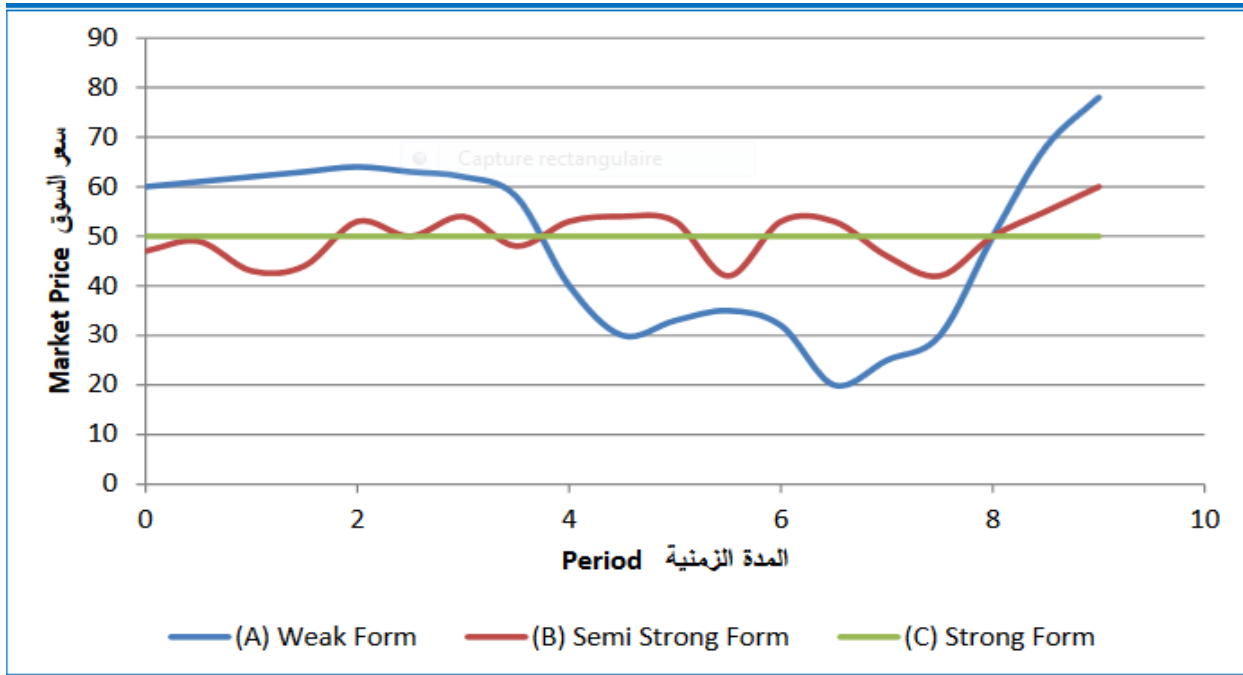
**3.3.3. المستوى القوي لكفاءة السوق**

تعني هذه الفرضية أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة المتاحة في السوق لجميع المتعاملين بما في ذلك المعلومات الداخلية للشركات، وعليه يستحيل لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعانت بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار [الرزين، 1426 هـ، ص: 13-14].

مما سبق يعتبر أساس قيام مفهوم كفاءة السوق هو أن المستثمرين هدفهم هو تعظيم أرباحهم، ومنه فإنهم يسعون لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أنه لطبيعة المعلومات التي ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منظم وتلك الأخبار قد تكون سارة أو غير سارة ومنه لا يمكن لأحد أن يتوقع شكل معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق لأن الحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ لا بد أن تكون عشوائية. والمعلومة المقصودة هنا هي المعلومات التي توزع على السوق كمعلومات جديدة وتواردها سيكون قطاعا عشوائيا، لأن الأسواق الكفوة تفيد أن الأسعار تسير عشوائيا أيضا. فالحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي تعكس كل المعلومات الجارية فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فإن ذلك يعد دليلا على عدم كفاءة السوق، لأن القدرة على التنبؤ تشير إلا أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار [سلطان، 2014-2015، ص: 103].

تؤكد فرضيات السوق الكفاءة على أن العوائد أو التغيرات في الأسعار قائمة على أساس الحركة العشوائية لتلك التغيرات عن القيمة الحقيقية وأنه لا يمكن لأي مدخل تحليلي القدرة على إختراق السوق. وتؤكد فرضية الحركة العشوائية على أن السعر السوقي الآني هو أفضل تقدير للسعر المستقبلي مضافاً إليه نسبة الخطأ والذي يكون عشوائياً بطبيعته [ الغالبي والشمري، 2015، ص: 107]. كما وأن درجة تقلبات الأسعار على افتراض الحركة العشوائية لتلك التقلبات تختلف حسب مستوى كفاءة السوق، والشكل التالي يوضح درجة الإختلاف في كفاءة الأسعار السوقية.

الشكل رقم (2.1): آلية تحرك القيمة السوقية وفقاً للفرضيات الثلاثة لكفاءة السوق



المصدر: عبد الحسين جليل الغالبي ومحمد عودة عبود؛ دراسة تحليلية لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد الثالث عشر، العدد 40، 2016، ص: 30.

يتضح من الشكل السابق، أنه عند المستوى الضعيف لكفاءة السوق فإن تغيرات الأسعار تكون ذات تباين مرتفع أي أن القيمة السوقية إما أن تكون أكبر من القيمة الحقيقية أو أقل منها، أما في حالة المستوى شبه القوي فإن التباين يكون أقل من المستوى السابق وهذا يعني اقتراب القيمة السوقية من القيمة الحقيقية أما في حالة المستوى القوي للكفاءة فإنه يوجد هناك ما يعرف بالتوازن المستمر Continuous Equilibrium والذي يؤكد على أن القيمة الحقيقية تتغير تبعاً لورود المعلومات الجديدة وبما يؤدي وبشكل سريع إلى استجابة الأسعار السوقية وتعادلها مع القيمة الحقيقية.

### 4.3. مؤشرات أسواق رؤوس الأموال

لأسواق رؤوس الأموال مجموعة من المؤشرات التي تعبر عنها وتعكس مستويات أدائها في الوقت نفسه، وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رؤوس الأموال في توقيت قراراتهم الإستثمارية، كما أنها تستخدم وعلى نحو متزايد في تقييم أداء الأسواق ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق، فضلا عن المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق الأسواق لأهدافها.

#### 1.4.3. تعريف المؤشرات وأنواعها

تعبر مؤشرات الأسواق المالية عن أداء هذه الأسواق وقياس مستويات الأسعار فيها من خلال عينة من أسهم مجموعة من المؤسسات تتداول في السوق.

#### 1.1.4.3. تعريف المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في أسواق رؤوس الأموال، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ، إرتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، ومؤشر الأسهم بالنسب للمستثمر فهو معيار لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل ويقاس مؤشر سوق رؤوس الأموال مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رؤوس الأموال المنظمة وغير المنظمة [سعدوني، 2014-2015، ص: 85].

يعرف المؤشر على أنه "أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات" [حنفي، 2000، ص: 77].

وعرفت المؤشرات على أنها بمثابة مقاييس لتغيرات القيمة في مجموعات نموذجية من الأسهم، ويتألف المؤشر من عدد محدد مسبقا من الأسهم التي يتم قياس أدائها الإستثماري ويحتسب باستخدام المتوسط المتحرك لأسعار أسهم هذه الشركات [الشركجي وتاج الدين، 2008، ص: 75].

مما سبق يمكن تعريف المؤشر على أنه: قيمة رقمية وإحصائية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق رؤوس الأموال من حيث الأسعار وحجم التداول، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رؤوس الأموال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر

أن يعكس الحالة التي عليها سوق رؤوس الأموال والذي يستهدف المؤشر قياسه. وهو يعتبر مقياساً شاملاً يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم.

وللمؤشر عدة شروط وأسس يجب توفرها فيه وهي [مداحي وترقو، 2017، ص: 102]:

- ✓ يجب أن يكون المؤشر عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.
- ✓ يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة إلى المستثمر العادي.
- ✓ يجب أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم.
- ✓ يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبة كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

تبرز أهمية مؤشرات أسواق رؤوس الأموال من خلال المزايا التي تحققها للسوق ونذكر منها [مداحي وترقو، 2017، ص: 102]:

- ✓ يلخص المؤشر السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم شركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- ✓ يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.
- ✓ تمثل الشركات التي تكون ضمن عينة المؤشر الجزء الأكبر من القيمة السوقية للسوق ككل.
- ✓ يجب أن تكون الأسهم المكونة للمؤشر من الأسهم النشطة وذات السيولة العالية التي يوجد عليها أحجام تداول جيدة بحيث تصبح ممثلة لحركة السوق [بلطاس، 2009، ص: 199].

أما عن علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية فيمكن القول أنه بما أن نشاط الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رؤوس الأموال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رؤوس الأموال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة. كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

هناك سمات تطلق على أسواق رؤوس الأموال، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذٍ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي ( Bull Market ) أما حينما

السوق النزولي ( Bear Market ) . ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه وفقا للمؤشر على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقا للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر. وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوف تأخذ منحى الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود، أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط.

### 2.1.4.3. أنواع المؤشرات

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها [ قبلان، 2011، ص: 94]:

✓ تقسم المؤشرات من حيث الوظيفة إلى:

**(1) مؤشرات عامة:** تهتم 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 رؤوس الأموال هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

**(2) مؤشرات قطاعية:** حيث 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 داو جونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندراند اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز..... الخ.

✓ وتقسم المؤشرات من حيث إمكانية تداول إلى:

**(1) مؤشرات متداولة:** وهي مؤشرات يتم تداولها في أسواق رؤوس الأموال، حيث تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة بها 50 مؤشر سنة 2000، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei225 ومؤشر Nasdaq100.

**(2) مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

يشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة؛ ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

### 2.4.3. أساليب بناء وتكوين مؤشرات أسواق رؤوس الأموال

يمر بناء مؤشر الأوراق المالية بالخطوات التالية:

#### (1) ملائمة العينة:

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر. وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب أساسية وهي:

✓ الحجم: فيما يتعلق بالحجم فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق.

✓ الإتساع: ويعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق. والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز. أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.

✓ المصدر: والمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسية الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

#### (2) الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة. وتوجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر. وهذه المداخل هي [ الشكرجي وتاج الدين، 2008، ص: 79]:

**الأول: مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.

**الثاني: مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

**الثالث: مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر. وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركات 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.

### 3.4.3. فوائد استخدام مؤشرات الأسهم

يمكن استخدام مؤشرات أسواق رؤوس الأموال لتحقيق أهداف متعددة، نذكر منها [ هوشيار، 2015، ص: 198-199]:

✓ تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ولمتابعة انجازات الشركات المكونة بأوراقها المالية للمؤشرات، ولتحديد كفاءة أداء المحفظة الإستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق.

✓ يستخدم لقياس العلاقة بين مؤشرات الأدوات المالية المختلفة ولدول مختلفة وهذا الأمر تبرز أهميته عند إنشاء المحافظ المالية الإستثمارية التي تركز سياستها الإستثمارية على توزيع الإستثمار بين مختلف الأدوات وبين العديد من الدول وذلك وفقاً لأفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.

✓ يستخدم المؤشر من قبل القائمين على وضع السياسات والتشريعات المالية والإقتصادية للحكم على مدى الأثر الذي سببته تشريع معين على أداء السوق.

✓ أصبحت المؤشرات تستخدم كأساس لبعض أدوات المشتقات وبالتالي استخدامها لغايات التحوط أو المضاربة دون الحاجة للتعامل مع الأسهم المكونة لهذا المؤشر [ بلطاس، 2009، ص: 198].

✓ كشف عيوب الإقتصاد القومي من حيث الركود أو التضخم أو التحقق من اتجاهات الإنفراج والانتعاش.

✓ تقدير حساسية الأوراق المالية والإقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو الأزمات الإقليمية المتولدة من مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الإرتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على أسواق رؤوس الأموال.

### 4.4.3. أهم مؤشرات قياس أداء سوق رؤوس الأموال

هناك عدة معايير متفق عليها لقياس أداء سوق رؤوس الأموال تهدف إلى معرفة مدى تقدم السوق ونضجها وتتمثل أهم هذه المؤشرات فيما يلي [ عبو، 2015-2016، ص: 57-58]:

أولاً: **المؤشر العام لأسعار الأسهم**: هو عبارة مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق، مما يساعد في تحديد القرارات الإستثمارية للمستثمرين ويمكن من المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة من خلال هذه المؤشرات، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين بما يساهم في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة.

ثانيا: مؤشرات حجم السوق: يقاس حجم السوق غالبا من خلال مؤشرين هما:

أ. مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق): ويشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق رؤوس الأموال على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

ب. مؤشر عدد الشركات: ويقصد به عدد الشركات المقيدة في السوق ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

ثالثا: مؤشرات سيولة السوق: يقصد بسيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة وهناك مؤشران أساسيان لقياس السيولة هما:

أ. مؤشر حجم التداول: ويعبر عن قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة واحدة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في سوق رؤوس الأموال على الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الإقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن السوق.

ب. مؤشر الدوران: يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في السوق خلال فتر زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال فترة زمنية معينة.

كما أن هذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

رابعا: مؤشر درجة التركيز: يقصد بدرجة تركيز التداول فيما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول.

خامسا: درجة التذبذب (مؤشر عدم الإستقرار): يشير هذا المؤشر إلى درجة التذبذب في عوائد السوق، ويقاس عن طريق تقدير الإنحراف المعياري للتقلب الشهري للعوائد في السوق من خلال فترة سنة، وكلما انخفضت التقلبات في السوق كانت السوق أكثر تطورا، كما يشار إلى الدول التي تتسم أسواقها باندماج كبير في السوق العالمي بانخفاض درجة التذبذب فيها وارتفاع الكفاءة.

### 5.4.3. بعض أهم مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العالمية والعربية

فيما يلي سنستعرض أهم المؤشرات لأسعار الأسهم في العالم:

- **مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة:** يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا في بورصة نيويورك، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو Charles Dow الذي أصبح فيما عد محررا للصحيفة نفسها. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي سنة 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة [ غراية وترقو، 2013، ص: 143]. هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، حيث تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبالعراقة، وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي بسيط حسابي، أي يجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسّم على عددها.
- **مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:** لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز، بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشر لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.
- **مؤشر البورصة الفرنسية "CAC40":** تعود نشأة المؤشر إلى 15 جوان 1988، حيث يتكون من أكبر 40 قيمة في البورصة الفرنسية، ويضم هذا المؤشر 212 شركة [ غراية وترقو، 2013، ص: 143]. ويرجو المشرفون عليه من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين. وبالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات:

1- المنتجات القاعدية.

2- قطاع البناء.

3- التجهيزات.

4- سلع استهلاكية معمرة.

5- سلع استهلاكية غير معمرة.

6- مواد غذائية.

7- الخدمات.

8- مؤسسات مالية.

- **مؤشر ستاندر اند بور 500:** ويحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك ( 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).
- **مؤشر نيكاي 225:** يعتبر من أهم مؤشرات سوق رؤوس الأموال في اليابان، نشأ في 07 سبتمبر 1950، ويضم 225 شركة كما يدل عليه اسمه، ويتم تعديل هذه الشركات من حين لآخر حسب أوضاع تلك الشركات من حيث سيولة أسهمها في السوق ومدى تمثيلها لقطاع الصناعة التي تنتمي إليه. وكانت آخر مرة جرى فيها تعديل هوية الشركات الداخلة في حساب المؤشر سنة 1991. ومؤشر نيكاي 225 ليس المؤشر الوحيد الذي يحمل اسم نيكاي حيث أن هناك مؤشرا آخر يسمى نيكاي 300 تم العمل به منذ عام 1993، كما أن هناك مؤشرا آخر اسمه نيكاي ستايل اندكس والذي تم وضعه لبيان أهمية اختلاف أساليب إدارة الموجودات في الشركات [ رمضان وشموط، 2015، ص: 177-178].
- **مؤشر داكس 30:** وهو المؤشر الأساس في البورصة الألمانية ومعيار التطورات في أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة يتم تداولها في بورصة فرانكفورت، وهو مؤشر مرجح بالأرباح الموزعة وبالأسعار. بدأ العمل بهذا المؤشر سنة 1987 وكان عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 1000 شركة ولكن تم تعديلها ليصبح 30 شركة في وقت لاحق [ رمضان وشموط، 2015، ص: 180].
- **مؤشر داو جونز الإسلامي:** تم إطلاق هذا المؤشر في تركيا سنة 2004 ويضم 17 شركة تصل قيمتها الإجمالية نحو أربعة مليار دولار.
- **مؤشر القاهرة:** يضم 850 شركة مدرجة في السوق. ويعتبر السوق المصري أكبر الأسواق في المنطقة العربية من حيث عدد الشركات.
- **مؤشر الرياض:** يضم المؤشر 85 شركة في بداية سنة 2007 موزعة على ثمانية قطاعات مختلفة.

## خلاصة الفصل:

تتاول هذا الفصل الإطار النظري لأسواق رؤوس الأموال، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسة، تضمنت إعطاء فكرة شاملة عن مفهوم سوق رؤوس الأموال وموقعها من السوق المالية وأهم تقسيماتها وخصائص كل منها. كما تتاول قنوات الإستثمار أو ما يعرف بالأدوات المالية المتداولة في أسواق رؤوس الأموال والتي غالباً ما تكون أسهم عادية وممتازة وسندات متوسطة وطويلة الأجل، مشتقات مالية بالإضافة إلى الصناديق الإستثمارية، بحيث تم التطرق لهذه الأدوات بإظهار أهم خصائصها وتقسيماتها. ونظراً لأن أسواق رؤوس الأموال هي الإطار الذي تتحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية فقد حاولنا الإهتمام بإبراز أهمية كفاءة أسواق رؤوس الأموال ومؤشراتها، باعتبارها أهم الأساسيات المرتبطة بهذا النوع من الأسواق.

وعليه يمكن أن نستنتج من خلال هذا الفصل أن أسواق رؤوس الأموال هي الوعاء المالي للمستثمر بحيث يتم من خلالها تجميع مدخرات بعض الوحدات الإقتصادية التي تحقق فوائض مالية قد لا تحتاج إليها خلال زمن معين وترغب في استثمارها بدلاً من الإحتفاظ بها في شكل سيولة نقدية، وتوجيه تلك المدخرات إلى وحدات إقتصادية أخرى تعاني عجزاً في مواردها المالية وتسعى لطلب هذه الفوائض لسد العجز لديها ومواصلة نشاطها الإقتصادي بما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وتحقيق التنمية الإقتصادية. وكي تحقق أسواق رؤوس الأموال ما تصبو إليه من أرباح والحفاظ على حجم نشاطها واستثماراتها لابد لها من تحقيق مستوى عال من الكفاءة.



# الفصل الثاني: المفاهيم الأساسية لتمويل المشاريع الإستثمارية



### تمهيد:

يعتبر الإستثمار من بين العناصر الرئيسية المحركة لوتيرة التنمية الإقتصادية والإجتماعية وزيادة مستويات الدخل ومصادرها، ولهذا نجد الكثير من الأفراد والمتعاملين الإقتصاديين يحدون الإحتفاظ بقدر من الموارد المالية لاستثمارها في مختلف أوجه النشاط الإستثماري المتاح، بهدف تحقيق عائد معين يسمح لهم بتعظيم الإستفادة من هذه الموارد وزيادة مستوى الرفاهية.

تقوم أسواق رؤوس الأموال بإصدار الأسهم والسندات وأوراق مالية أخرى بهدف تمويل المشاريع الإستثمارية المربحة والتي تؤدي في مجملها إلى خلق فرص عمل مستدامة والزيادة في الدخل بالنسبة للمواطنين والشركات على حد سواء، وكنتيجة لذلك يرتفع الإستهلاك ويزيد الإستثمار وهكذا تستمر الدورة الإقتصادية في الدوران، ولذا تحرص الحكومات على دعم الثقة في أسواق رؤوس الأموال من حيث نزاهة وكفاءة التعامل في هذه الأوراق لتشجيع المستثمرين على الإقبال على أسواق رؤوس الأموال وزيادة الإستثمار، وعليه فإن أي خلل في حركة رؤوس الأموال في أسواق رؤوس الأموال سيؤدي حتما إلى عدم التوازن في النظام الإقتصادي والإجتماعي ككل، فالمشكلة الأساسية التي تواجه متطلبات عملية التنمية هي مشكلة تمويلها بسبب قصور معدلات الادخار أمام معدلات الإستثمار المطلوبة ولا يتم ذلك لا بتوافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات القادرة على التحريض والتوجيه الجيد لهذه المدخرات لأغراض الإستثمار المنتج، ولا يتم هذا التنسيق إلا بتوافر سوق فعالة يلتقي فيها المشترون والبائعون لتداول الأدوات المالية، هذه الأخيرة تعتبر بدائل متميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر التي تتطوي عليها؛ هذا التميز يجعل من المستثمرين يفاضلون بينها على أساس العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بعدم تحققه وعليه فعملية المفاضلة تلك عبارة عن عملية إستثمارية بالغة الأهمية تتطوي على سلسلة من الدراسات والتحليل تعرف بالإستثمار المالي، هذا الأخير كغيره من القرارات يتطلب مجموعة تنبؤات وتوقعات والتي تخضع بالضرورة لعنصري المخاطرة والعائد وذلك بالنسبة للظروف المحيطة بالإستثمار.

وعليه قمنا بتخصيص هذا الفصل للتعرف أكثر على الجوانب النظرية المرتبطة بالإستثمار المالي والذي قمنا بتقسيمه إلى المباحث التالية:

١. المفاهيم الأساسية للإستثمار

٢. العلاقة بين العائد والمخاطرة في أسواق رؤوس الأموال

٣. القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال

## 1. المفاهيم الأساسية للإستثمار

أدى تنامي النشاطات الإستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموال ضخمة، ونظراً لصعوبة التمويل وارتفاع تكلفة الإقتراض فقد اتجهت الشركات إلى طرق جديدة بدل المصادر التقليدية لتمويل مشاريعها كفتح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع، هذا الإستثمار يقوم على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، وتعتبر الأسهم والسندات من أهم الأدوات الإستثمارية المستخدمة في الإستثمار، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

### 1.1 مفهوم التمويل وأهميته

تقوم الشركات بدراسة العديد من المصادر التمويلية وانتقاء أفضلها كمصدر تمويلي لها، وهذا الإنتقاء يكون على أساس التكلفة والمخاطرة، وهناك مجموعة من المبادئ التي يتم على أساسها الإختيار بين مصادر التمويل، فعندما تقرر شركة ما نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها فإنها تقيم مختلف المصادر التمويلية المحتملة في ضوء الإعتبارات التالية:

- حجم الأموال التي تحتاجها الشركة والمدة التي سيتم فيها توظيف هذه الأموال.
- تكلفة التمويل المتاح مقارنة مع معدل التكلفة السائد في السوق ومع عائد الإستثمار المتوقع.
- أجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من المشاريع الممولة.
- القيود التي يفرضها الممولون على الشركات المقترضة ك شروط إقراض.

#### 1.1.1 مفهوم التمويل

تعددت واختلفت تعاريف التمويل نذكر من بينها ما يلي:

التمويل هو كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها للحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة لكي تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً [إسماعيل حميد، 2005-2006، ص: 16-17].

وعرف التمويل على أنه البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والإختيار بين تلك الطرق للحصول على المزيج الأفضل الذي يناسب الكمية والنوعية لاحتياجات والتزامات الشركات [الزغبى، 2000، ص: 77].

أو هو عبارة عن انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفرتها سواء كانت محلية أو أجنبية إلى مجالات العجز لتفعيل مشروعات التنمية [رزاق، 2007-2008، ص: 31].

كما عرفته دائرة المعارف البريطانية بأنه: مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع [بن ناصر والعبكان، 2012، ص: 16].

مما سبق يعرف التمويل بصفة عامة، بأنه عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها واستخدامها لضمان عملية استمرار عملية الإنتاج على مستوى الاقتصاد الوطني ومستوى الشركة سواء كانت إنتاجية أو خدمية، أو لإنشاء المشروعات الاستثمارية وتطويرها أو تغطية الإحتياجات المالية لمختلف الأعيان الاقتصادية. أو بعبارة أخرى هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة ومختلفة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية، واستخدامها في تكوين القيم المادية والحفاظ على إستمراريتها. ويندرج في تعريف التمويل بمفهومه الواسع جميع المعاملات والصفقات المالية التي يؤدي استخدامها إلى تغييرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية. وتظهر عادة في إطار معين "الميزانية" مصادر رأس المال ومكوناته والحقوق والالتزامات المالية الأخرى.

### 2.1.1. أهمية التمويل

تحتاج تنمية أي قطاع إلى عملية التمويل، أي أن أي نشاط اقتصادي لا يتم إلا بتوفير الموارد المالية اللازمة. وبالتالي التمويل هو الوسيلة لتحقيق أي هدف اقتصادي مهما كان مستوى الأداء، ومهما بلغت عملية التنمية من مراحل متقدمة [بوزاهر، 2005-2006، ص: 20]. فمهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتستمر.

يضمن التمويل السير الحسن للشركة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل الشركة أو خارجها ويوفر احتياجات التشغيل ويزيد من الدخل بانجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة، لهذا يعتبر التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن يعتني بها في أي شركة، ذلك أن مستخدمي القرارات المالية خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداماً أمثلاً يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر، مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن البديل الذي يكلف الشركة أقل ما يمكن من تكلفة رأس المال، يتمثل في حسن اختيار طرق التمويل الذي يعتبر أساس السياسة المالية.

تتبين أهمية التمويل من خلال تحويل الموارد المالية الفائضة من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز مالي ولها فرص الاستثمارية.

## 2.1. مفهوم الإستثمار، خصائصه، أهدافه والعوامل المؤثر فيه

أخذ الإستثمار حيز كبير من الدراسة والإهتمام لدى الكثير من المختصين والباحثين في المجال الإقتصادي، وفي هذا الإطار قدمت له مفاهيم وتعريف متعددة ومختلفة باختلاف توجهات هؤلاء الباحثين واختصاصاتهم، وكذا نظرتهم المختلفة للإستثمار سواء من الناحية الإقتصادية، المحاسبية والمالية.

### 1.2.1. تعريف الإستثمار

#### أولاً: المفهوم اللغوي للإستثمار

الإستثمار لغة هو طلب الثمر؛ "ثمر الرجل ماله: نماء وكثرة"، وهكذا يدور المعنى اللغوي للإستثمار حول التنمية والزيادة والتكثير بالعمل في المال بالإنتاج بكل أنواعه والتجارة وغيرها [بن إبراهيم، 2012، ص: 190].

#### ثانياً: المفهوم الإقتصادي للإستثمار

يقصد به الإنفاق الكلي الذي يؤدي إلى زيادة رصيد رأس المال المتاح، وكذلك تعويض ما يستهلك من هذا الرصيد، أي أن المستثمر ينفق على مشروع ما بهدف درّ عائد من هذا المشروع يغطي النفقات ويحقق له الربح [بن إبراهيم، 2012، ص: 190].

أو هو استخدام المدخرات في تكوين الإستثمارات أو الطاقات الإنتاجية الجديدة، اللازمة لعمليات إنتاج السلع والخدمات، والمحافظة على الطاقات الإنتاجية القائمة أو تجديدها [منصوري، 2012، ص: 17].

يستلزم هذا المفهوم أولاً تخصيص قدر كافي من الموارد المالية، ومن ثم إنفاقها واستغلالها بصورة عقلانية لفترة من الزمن بالشكل الذي يسهم في تعزيزها وتنميتها باستمرار، للتمكن من تحقيق النمو في الثروة الذي ينتج عنه الزيادة في رأس المال. ويمثل الإدخار المصدر الرئيسي لتلك الموارد كما توضحه معادلة الإقتصاد الكلي - في اقتصاد مغلق - التالية:

$$Y=c+s$$

حيث:

Y: الدخل الوطني.

c: الإستهلاك.

s: الإدخار.

حيث توضح هذه المعادلة أن جزء من الدخل الوطني يتم استهلاكه والجزء المتبقي يتم الاحتفاظ به، وهو الجزء الذي يتم تحويله في فترة لاحقة إلى استثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن النفقات المرتبطة بالإستثمار وفقا للمنظور الإقتصادي تتكون من [نمري، 2008-2009، ص: 04]:

- النفقات الخاصة بالحصول على مواد التجهيز الموزعة على عدد من السنوات بهدف الحصول على فائض.

- النفقات المرتبطة بها بصفة مباشرة أو غير مباشرة والمتعلقة بالحصول على منتجات مادية لباقي النفقات التي تعتبر كإستثمار.

وعليه يمكن القول أن المفهوم الإقتصادي للإستثمار يقوم على مبدأ الإنفاق الرأسمالي على العمليات الإنتاجية التي تسمح بتنمية ذلك الرأس مال المنفق.

#### ثالثا: المفهوم المحاسبي للإستثمار

في سنة 1972 قدمت نقابة خبراء المحاسبين والمحاسبين المعتمدين الفرنسيين تعريفا للإستثمار وهو على النحو التالي [نمري، 2008-2009، ص: 04]:

" هناك استثمار عندما لا يوجد هناك استهلاك في الحين للمادة أو الخدمة، والذي يتواصل لفترة زمنية يمكن تحديدها من قبل".

بمعنى آخر تمثل الإستثمارات في المحاسبة مجموع الممتلكات والقيم الدائمة المادية والمعنوية المنجزة أو المشتراة من طرف الشركة، الهدف ليس بيعها أو تحويلها ولكن استعمالها كوسائل دائمة الإستغلال بحسب العمر الإنتاجي لها، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية، للأموال المستثمرة وتعوض عن عامل المخاطرة الموافق للمستقبل [منصوري، 2012، ص: 17].

#### رابعا: المفهوم المالي للإستثمار

" هو مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال امتلاك الأصول التي تولد العوائد، نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول عليها مستقبلا بشكل أكبر من خلال الحصول على تدفقات مالية مستقبلية" [حماد، 2008، ص: 39].

مما سبق يمكن استنتاج أن كل المفاهيم تشترك في جانب واحد وهو المتمثل في ضرورة تحقيق منفعة مباشرة مستقبلية من ذلك الإستثمار، حيث ربطه المفهوم الإقتصادي بضرورة المساهمة في تكوين رأس المال، بينما ربطه المفهوم المحاسبي بضرورة تحقيق عائد وخلال فترة زمنية طويلة نسبيا، أما المفهوم المالي فقد اعتبر أن أية نفقة مالية يمكن أن يتولد عنها عائد في المستقبل إستثمارا.

❖ الفرق بين الإستثمار المضاربة والمقامرة

يتسم الإستثمار بنوع من المخاطرة المقبولة، وليست مجهولة كما هو الحال بالنسبة للمقامرة وليست ضئيلة كما في حال الإِدخار، ويمكن القول هنا أن المضاربة حالة وسط بين المقامرة والإستثمار. ويمكن تلخيص أهم الفروقات فيما يأتي:

**أولاً: تعريف المقامرة:** على أنها مصير الشيء إلى الإنسان بغير تعب أو كدّ، إذا ثبت هذا فيكون القمار في كل أمر يدخل فيه الإنسان وهو متردد بين الربح والخسارة، أي مبني على مخاطرة سواء أكان في سباق أو بيع أو مرهنة على حصول أمر أو عدمه، وفيما يتعلق بالأوراق المالية " الأسهم والسندات" فتتطوي على عملية الشراء بقصد البيع، دون وعي أو إدراك لواقع الشركة ومعطياتها الاقتصادية في الغالب، ويتطلع المقامر إلى البيع السريع؛ للحصول على الربح الفاحش، وقد يحصل العكس، وهو الخسارة الفادحة [علي عبد الأحمد، 2009، ص: 812].

**ثانياً: تعريف المضاربة:** هي استعداد الشخص لتحمل درجة عالية نوعاً ما من عدم التأكد من النتائج ولكن بشكل مدروس وذلك أملاً في تحقيق أرباح عالية ناتجة عن التقلبات المتوقعة في سعر الأداة الإستثمارية، عندها يسمى هذا الشخص مضارباً؛ ومن هنا نستطيع القول أن المضاربة تأتي في موقع متوسط بين الإستثمار والمقامرة، وهذا يعني أن المضارب هو مستثمر ولكن قبوله للمخاطرة يتعدى الحدود المعقولة للإستثمار، ولكن في نفس الوقت لا يعتبر المضارب مقامراً لأنه يبني إستثمارته على تنبؤات محسوبة ومدروسة.

من خلال ما سبق يبين الجدول الآتي الفروق بين المفاهيم الثلاثة السابقة: " استثمار، مضاربة ومقامرة " بهدف التمييز بينها. في حين أن الشكل رقم: (1.2) يعطي لنا صورة واضحة عن اختلاف مفهومي الإستثمار والمقامرة استناداً إلى مبدأ التنوع أو التركيز.

جدول رقم(1.2): الفرق الإستثمار المضاربة والمقامرة

المقامرة	المضاربة	الإستثمار	العملية عنصر الإختلاف
أقصر أجل	قصيرة	طويلة	المدة الزمنية
غير مؤكد	مرتفع	معقول	العائد المرغوب
رأسمالي	رأسمالي	إيرادي "مالي"	نوع العائد
عالية جدا	عالية	مقبولة	درجة المخاطرة
مرتفع جدا	مرتفع	منخفض	الإستعداد لتحمل المخاطر
ربح سريع وكبير جدا	ربح سريع وكبير	تدفقات مستمرة وطويلة	نوع الربح
لا تتم الدراسة	تتم الدراسة	تتم الدراسة	دراسة المشروع
مقدار العائد	مقدار العائد	موعد الإستحقاق	الإستحقاق
	تؤدي إلى تآكل رأس المال إذا لم تتحقق التوقعات	تحقيق نمو في رأس المال	الأثر

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- قاسم نايف علوان؛ إدارة الإستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 32.

- بن الضيف محمد عدنان؛ مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص: 23-24.

شكل رقم(1.2): الفرق بين المستثمر والمقامر



التنوع بين عدة قطاعات

التركيز على نوع واحد من الأسهم

المصدر: قاسم نايف علوان؛ إدارة الإستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 33.

من خلال ما سبق نستنتج أن الإستثمار يعني التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة ولفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية على المدى الطويل تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات. وهدف الإستثمار يكون واضح من حيث الربحية وتأثيره على السيولة والأمان وتسبقه دراسة السوق ودراسة الشركات المراد الإستثمار

فيها. ويتميز الإستثمار بالتنوع وذلك لتفادي المخاطر وتقليل الخسائر التي يمكن أن تلحق القطاعات المستثمر فيها.

أما المضاربة يكون القصد الأصلي فيها الإستثمار في أعمال الشركات، ويكون ذلك بعد دراسة علمية لواقع الشركة ومعطياتها الإقتصادية أو ما يسمى بدراسة الجدوى الإقتصادية، والذي يسبق عادة قرار الإستثمار، وهذا لا يتعارض مع وجود قصد تبعي من بيع الأسهم إذا ارتفع سعرها والإكتفاء بعوائد أرباح بيع الأسهم على خلاف الإستثمار الذي عادة يكون الهدف منه الإحتفاظ بالسهم والإستفادة من أرباحه الموزعة من قبل الشركة. كما أن المضاربة يكون تقلب السوق فيها غالبا بسيطا تابعا للعرض والطلب عكس المقامرة؛ حيث أن المقامرة في سوق الأسهم تكون إذا تم الشراء أو البيع بناء على التخمين بما سيكون عليه السوق فيما يخص السهم، بقصد الإستفادة من تقلبات الأسعار وتغيرها. وهو ما يعني أن المقامر يعتمد على الصدفة والحظ والأمانى، أي دون وعي وإدراك لواقع الشركة ومعطياتها الإقتصادية وهذا الشكل من الممارسات يمنع الأموال عن القيام بدورها في التنمية والإستثمار إضافة إلى إلحاقها بصاحبها الأمراض النفسية كالقلق والإكتئاب والتوتر و.... حيث أنه في المقامرة يكون تقلب السوق كبيرا ومفاجئا لأنه لا يخضع لعوامل العرض والطلب، بل يخضع لعوامل أخرى.

### 2.2.1. خصائص الإستثمار

إن الخاصية الأساسية للإستثمار هي المبادلة بين الإنفاق الحالي أو المتوقع بالإيرادات والعوائد المستقبلية، وطالما أن مجموع التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التدفقات النقدية الخارجة، فإن الإستثمار يتولد عنه عائد مادي، لكن قد يكون هذا الشرط كافيا لقبول الإستثمار، حيث يشترط أن تكون الربحية مقبولة، و يتوقف قبول الربحية على عاملين:

(1) مقارنة ربحية الإستثمار بالعوائد التي يمكن الحصول عليها من الإستثمارات البديلة، حيث يترتب على قبول الاقتراح التخلي عن عوائد الفرصة البديلة.

(2) تقييم الخطر الذي ينطوي عليه تنفيذ الإستثمار، وما إذا كان عائده يغطي هذه المخاطر، أي تحليل العائد إلى الجانبين؛ العائد في ظروف التأكد (العائد خالي الخطر)، والعائد مقابل الخطر.

بالإضافة إلى الربحية والخطر يتميز الإستثمار بمجموعة من المميزات المشتركة والخصائص العامة والتي نذكر منها ما يلي [ نمري، 2008-2009، ص: 04]:

✓ الإستثمار هو عملية إقتصادية؛ فهو عبارة عن مجموعة من النشاطات الإقتصادية التي تهدف إلى تحقيق عوائد إقتصادية.

- ✓ يتعلق الإستثمار بتوجيه الأصول الرأسمالية بمختلف أشكالها المادية، المالية، البشرية والمعلوماتية، واعتمادا على ذلك فإن الإستثمار يوجه لتحقيق عوائد متباينة ويتوقف نوع هذه العوائد على الهدف الرئيسي للمستثمر وعلى أبعاد التأثيرات الإستثمارية في الإقتصاد والمجتمع.
- ✓ وجود فترة زمنية للإستثمار تقع ما بين لحظة البدء بالتضحية إلى حين الحصول على العوائد المستقبلية.
- ✓ الإستثمار مبني على توقعات معينة تخص تحقيق عوائد غير مؤكدة في المستقبل، وهذا ما يتطلب إجراء دراسات معينة تركز على أسس ومبادئ علمية تسمح بتقليل درجة المخاطرة وعدم التأكد وتضفي نوع من الرشادة والعقلانية في اتخاذ القرار الإستثماري.

### 3.2.1. أهداف الإستثمار

مما سبق دراسته يتضح أن الهدف الرئيسي للإستثمار هو تعظيم ثروة المستثمر ويقع ضمن ذلك تحقيق الأرباح والذي يعد هدف تقليدي للمستثمرين، أي تحقيق أكبر عائد بأقل درجة من المخاطرة، وهناك هدف آخر للإستثمار يتمثل في إنعاش الإقتصاد وزيادة الرفاهية وتوظيف الأموال للحصول على العائد سواء كان مالي، اقتصادي، اجتماعي... الخ. ومن الطبيعي أن يكون هناك اختلاف بين المستثمرين من حيث تفضيل الأدوات الإستثمارية ودرجة المخاطر التي يقبلونها والتي يجب أن تتناسب مع هدف تحقيق الأرباح، ولا بد من التمييز بين الإستثمارات حسب الأهداف التي ينشدها المستثمر وطبيعته.

إضافة لما سبق توجد أهداف أخرى للإستثمار قد تختلف حسب إمكانيات المستثمر المادية، والمناخ الإستثماري، وحتى في شخصيته، ومن بين هذه الأهداف نذكر ما يلي [أبو الضيف، 2011، ص: 17-18]:

- ✓ تحقيق عوائد مستقرة أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير منقطعة، وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعنية، بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب، وتتجاوز التكاليف المتأتية عن البدائل الأخرى من جانب آخر.
- ✓ استمرار السيولة النقدية وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر الاعتيادي، إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة، لعدة أسباب منها: تغطية النفقات الجارية، إيفاء الديون المستحقة، مواجهة المتطلبات.
- ✓ استمرار تدفق الدخل وزيادته بوتيرة متصاعدة، ويمثل هذا الهدف أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتحقيق رغباته في رفع مستويات معيشته ثم قدراته الإنتاجية.

✓ المحافظة على قيمة الأصول المادية والمالية التي يملكها المستثمر أو يحق له التصرف بها، وعندها يسعى المستثمر إلى التنوع في مجالات إستثماره حتى لا تتخفف قيمة موجوداته مع مرور الزمن بحكم عوامل إرتفاع الأسعار وتقلبها [إردان، 2012، ص: 16].

#### 4.2.1. العوامل المؤثرة على الاستثمار

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الاستثمار، يتطلب دراستها وتحليلها بهدف المحافظة على الأموال المستثمرة وزيادتها ويمكن إيجاز تلك العوامل بالآتي [شهاب نجم، 2014، ص: 68-69]:

##### أولاً: الإستقرار السياسي

يلعب الإستقرار السياسي دوراً ومؤثراً على الإستثمارات والمستثمرين داخل البلد المعني، ويعتمد الإستقرار السياسي على درجة المخاطرة السياسية التي تختلف من دولة إلى أخرى، ويمكن قياس هذه المخاطر من خلال دراسة التغيرات السياسية في هذا البلد وطريقة تداول السلطة وشكل الحكومة واستقرارها والإحتجاجات المستمرة والإضرابات والنزاعات ومستوى العلاقة مع الدول المجاورة والعالم الخارجي. وتلعب إيديولوجية الحكومة دوراً كبيراً في استقرار الإستثمارات من خلال التشريعات المحفزة للإستثمار ودرجة الإنفتاح الإقتصادي وتحقيق استقرار قيمة العملة. وعليه يمكن القول أن الإستقرار السياسي والتشريعات التي تصدرها الدولة والتي تصب في صالح عملية الإستثمار يعتبران من عوامل جذب الإستثمار والمشجعة عليه.

##### ثانياً: الإستقرار الإقتصادي

يمكن دراسة الإستقرار الإقتصادي من خلال المؤشرات الإقتصادية الكلية المتحققة في الناتج الإجمالي والتوازن الداخلي والخارجي. أي إستقرار السياسات المالية والنقدية للدولة ومدى اعتماد سياسات تدخلية أو اعتماد سياسة الإنفتاح الإقتصادي واستراتيجية الحكومات بهذا الشأن. وطبيعة الإتفاقيات الدولية الإقتصادية والعلاقات الإقتصادية مع الدول المختلفة وشروط التبادل التجاري وطرق التعامل مع أسعار الفائدة وأسعار الصرف للعملة ووضع ميزان المدفوعات والميزان التجاري ونسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات التضخم وحجم السوق.

##### ثالثاً: معدل أسعار الفائدة

يؤثر معدل أسعار الفائدة على النشاط الإقتصادي بصورة عامة وعلى الإستثمار بصورة خاصة من حيث كلفة الإستثمارات أو عوائدها. وأن معدل الفائدة هو سعر رأس المال أو التمويل وهو ثمن تأجيل الإستهلاك أي التعويض عن الإستهلاك بشكل أموال إضافية تدفع في المستقبل. وتتأثر أسعار الفائدة بجملة من

العناصر أهمها مقدار العرض والطلب للأموال التي ترتبط بالميل الحدي للإستهلاك ودرجة المخاطرة وكلفة التمويل ودرجة المنافسة وطبيعة السياسة النقدية المطبقة فضلا عن تقلبات أسعار الفائدة الدولية التي لها أثر كبير على حركة الإستثمارات الداخلة أو الخارجة من الدولة. حيث أن إرتفاع معدلات الفائدة العالمية يؤدي إلى إنتقال الأموال المحلية إلى الخارج ويؤثر على حجم الإستثمارات المحلية.

#### رابعا: الدخل القومي

تختلف الدول في مصادر الثروة والدخل المتوفرة فيها. فالبعض منها تنتوع فيه تلك المصادر، الأمر الذي يتطلب إستغلال جميع تلك المصادر وعدم التركيز على مصدر معين دون الآخر. ومن تلك المصادر الإستثمار. والذي يعتبر أحد المصادر المهمة للدخل القومي. يؤثر الدخل القومي في أي بلد بدرجة كبيرة على الإستثمارات، وأهم العناصر المؤثرة هي حجم الدخل المتاح ومعدلات النمو في الدخل وتوزيع الدخل القومي وانعكاس ذلك على متوسط الدخل الفردي. حيث كلما كبر حجم الدخل أدى إلى ارتفاع الميل الحدي للإدخار ويؤدي ذلك إلى خلق إستثمارات ذات طاقات إنتاجية واسعة وكلما زاد نمو الدخل القومي يعني إرتفاع حجم ومرونة الطلب الكلي للمجتمع إضافة إلى زيادة الإدخار وهذا يشجع على القيام بالإستثمارات. ويجب الإشارة إلى أنه كلما كان النظام الضريبي المطبق يراعي إحتساب الضريبة على صافي الدخل المتأتي من عمليات الإستثمار بعد طرح جميع التكاليف المنفقة على تلك العمليات كلما كان ذلك حافزا لجذب العديد من الإستثمارات.

#### خامسا: معدلات التضخم

التضخم هو الإرتفاع المستمر في مستوى الأسعار ولفترة طويلة من الزمن وبمعدل غير طبيعي، وأن إرتفاع معدل التضخم يؤثر سلبا على الإستثمار لأنه يولد جو من عدم الإستقرار في قطاع الأعمال ويؤدي إلى عدم معرفة المستثمر الحالة التي يكون عليها الإقتصاد في المستقبل أو الأموال المستثمرة، ويرفع درجة المخاطر لأنه يؤدي إلى الإرتفاع العام في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود ويؤثر على تحديد القيمة الحقيقية للدخول والأرباح ويؤثر على القيمة الحقيقية لرأس مال المستثمر مما يؤدي إلى انخفاض الرغبة في الإستثمار في بلد يعاني من إرتفاع مستمر في معدلات التضخم.

### 3.1. محددات الإستثمار ومجالاته

يمثل الإستثمار الركيزة الأساسية لتحقيق التراكم المالي الذي يعتبر الأساس لأي تقدم اقتصادي إلا إن هناك مجموعة من العوامل المحددة للقرار الاستثماري تختلف باختلاف طبيعة المشروع الإستثماري وطبيعة المستثمر.

#### 1.3.1. محددات الإستثمار

تشير محددات الإستثمار إلى مختلف العوامل التي تدفع المستثمر إلى اتخاذ القرار الإستثماري وتحدد حجمه، وفي هذا الإطار يوجد العديد من المحددات من أهمها ما يلي:

##### أولاً: القدرة على التمويل

إن إنشاء أي إستثمار يستلزم وجوباً توافر رأس مال مادي لانطلاق هذا المشروع، لأن من أبرز محددات الإستثمار القدرة على التمويل، ذلك أن له أهمية بالغة في تنفيذ عملية الإستثمار، بل يأخذ المركز الأول لانطلاق العملية الإستثمارية، فإما أن يكون التمويل عن طريق المدخرات الحقيقية للمستثمر، وإما أن يكون من القروض المصرفية المقدمة للمستثمرين على اختلاف أنواعها، أو عن طريق أسواق رؤوس الأموال. إضافة إلى وجوب توافر القدرة المالية، لا بد من توافر قدرة المتابعة من نوع آخر: منها الخبرة والقدرة على التسيير والقدرة على التسويق، فهذه القدرات كفيلة بإنشاء قدرة تمويلية مستمرة إين الضيف، 2013، ص: [34-33].

##### ثانياً: الكفاية الحدية لرأس المال

ينطوي الإستثمار على انفاق مبالغ مالية في سبيل الحصول على عائد في المستقبل، والذي يكون غالباً في شكل صافي تدفقات نقدية متولدة عنه، ولا يمكن للمستثمر أن يتخذ قراره هذا إلا إذا توقع أن مجموع هذه التدفقات تفوق القيمة الإجمالية للإستثمار، وهو الأساس الذي تستند عليه نظرية الكفاية الحدية لأس المال. حيث تعبر الكفاية الحدية لرأس المال عن معدل العائد المتوقع من إستثمار حجم معين من الأموال. ولا يقبل المستثمرون على الإستثمار إلا إذا كانت الكفاية الحدية لأس المال تزيد عن سعر الفائدة في السوق. فالعلاقة الإنتاجية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طردية لأنه عند ارتفاع الإنتاجية الحدية يعني ارتفاع المداخيل وبالتالي التشجيع على الإستثمار ومنه زيادة الأموال المستثمرة. أما عند انخفاض الإنتاجية الحدية فذلك يعني انخفاض المداخيل المتوقعة من ذلك الإستثمار ومنه انخفاض الأموال المستثمرة.

##### ثالثاً: سعر الفائدة

يتحقق الكثير من الاستثمار عن طريق الاقتراض، ومن هنا فان سعر الفائدة الممنوحة عن القروض للمستثمرين يعتبر مؤشراً قوياً على مستوى الاستثمار فعند ارتفاعه يقل الطلب على القروض الأمر الذي يؤثر سلباً على الاستثمار [حسين، 2000، ص: 49].

أما من جهة الإستثمار المالي فإن سعر الفائدة يؤثر على الأدوات المالية التي تقوم على مبدأ توزيع الأرباح المعلومة في نهاية المدة المقومة على أساس سعر الفائدة. ويكون تأثير سعر الفائدة على الإستثمار المالي وفق الآلية التالية: إن إنخفاض سعر الفائدة عن الإيداع الناتج مثلا عن زيادة عرض النقود سيؤدي بالمستثمرين إلى التوجه لسوق رؤوس الأموال لشراء أدوات الدين المطروحة في السوق ذات سعر الفائدة المرتفع مقارنة بسعر الإيداع لدى البنوك، ونتيجة للطلب عليه سيرتفع سعرها السوقي، هذا من جهة ومن جهة أخرى يتحدد الإستثمار المالي إنطلاقا من سعر الفائدة المعروض في الأدوات المالية وسعر الفائدة في مؤسسات الإيداع المالية، وذلك إنطلاقا من المفاضلة بينهما [الضيف، 2013، ص: 35].

#### رابعا: التقدم العلمي والتكنولوجي

يؤدي التقدم العلمي والتكنولوجي إلى ظهور نوع جديد من الآلات المتطورة ذات الطاقة الإنتاجية العالية وظهور مواد ومصادر جديدة للطاقة، ما يدفع بالمنتج أو المستثمر إلى العمل على إحلال الآلات القديمة بالجديدة، وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق، وهذا الإتجاه يتطلب استثمارات كبيرة.

#### خامسا: درجة المخاطرة

إن العلاقة بين درجة المخاطرة والإستثمار هي علاقة عكسية، بحيث كلما زادت درجة المخاطرة انخفض حجم الإستثمار، أما عندما يكون العكس فيزيد حجم الإستثمار.

كما قد تكون علاقة طردية من جهة أخرى، وعليه لا بد من توفير الحد الأدنى من الضمانات في إطار القوانين المشجعة للإستثمار، خاصة في الدول النامية، وهذه المخاطر قد ترتبط بمدى توفر الإستقرار السياسي والإقتصادي في الدولة، لأن ذلك يؤدي إلى إنخفاض درجة المخاطرة وبالتالي التشجيع على الإستثمار.

بالإضافة إلى ذلك هناك عوامل أخرى مثل: الوعي الإيداري والإستثماري ومدى توفر الأسواق الفعالة [بن مسعود، 2009-2010، ص: 29].

#### سادسا: العوامل النفسية والإجتماعية (التفاؤل والتشاؤم)

تتضمن العملية الإستثمارية عملية توقع أي مواجهة ظروف محتملة الوقوع في المستقبل، وهذه الظروف المحتملة تبنى على الظروف الحاضرة، فلو انزلق المستثمر إلى الخطأ في دراسته حول الظروف المستقبلية سيكون عرضة للجزاءات الجسيمة.

وقد تتبلور الحالة النفسية ذات النظرة التشاؤمية لدى المستثمر إلى نقص في الإستثمار، في حين تتبلور الحالة النفسية ذات النظرة التفاؤلية لدى المستثمر إلى موجة من الإستثمار والتوسع.

والمتمفق عليه بوجه عام لدى المحللين الإقتصاديين أن التوقعات تؤدي دورا ذا شأن في اتجاهات السلوك الإستثماري، سواء أثبتت هذه التوقعات أن لها ما يبررها أم لم تثبت.

إضافة إلى ذلك فهناك عوامل إجتماعية ودينية تتمثل في العادات والتقاليد، هذه العوامل تؤثر على السلوك الإستثماري للفرد، فلو كان هناك فرد مستثمر مسلم ورأى أن هناك مشروعا استثماريا ذو ربحية عالية لا يخالف القانون المعمول به في البلاد، وجميع المحددات الأخرى إيجابية، عدا أنه يتنافى والشريعة الإسلامية أو يتنافى والعرف فإنه لا يستثمر فيه [بن الضيف، 2013، ص: 36]. إضافة إلى مدى توفر الوعي الإدخاري والإستثماري لدى أفراد المجتمع وكذلك مدى توفر السوق الفعالة النشطة كلما كان ذلك مشجعا للإستثمار.

### 2.3.1. مجالات الإستثمار

يقصد بمجال الإستثمار نوع أو طبيعة النشاط الإقتصادي الذي يوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد. وبهذا المفهوم فإن معنى مجال الإستثمار أكثر شمولاً من معنى أداة الإستثمار. فإذا ما قلنا بأن مستثمر ما يوظف أمواله في الإستثمارات المحلية، بينما يوظف مستثمر آخر أمواله في الإستثمارات الأجنبية فإن تفكيرنا هنا يتجه نحو مجال الإستثمار. أما لو قلنا بأن المستثمر الأول يوظف أمواله في سوق العقار بينما يوظف الثاني أمواله في سوق الأوراق المالية، فإن تفكيرنا في هذه الحالة يتجه نحو أداة الإستثمار.

عموماً، وكما تختلف مجالات الإستثمار، تختلف أيضا أدوات الإستثمار المتوفرة في كل مجال، وهذا ما يوفر للمستثمر بدائل استثمارية متعددة تتيح له الفرصة لإختيار ما يناسبه منها.

يمكن تصنيف مجالات الاستثمار كالتالي:

#### أولاً : تصنيف الاستثمار وفقا للمجال الجغرافي

- ❖ **الاستثمارات المحلية:** ونقصد به توظيف الأموال في مختلف الفرص المتاحة للإستثمار ضمن حدود الدولة الواحدة بغض النظر عن أدوات الإستثمار المستعملة [زيد، 2005، ص: 36].
- ❖ **الاستثمارات الأجنبية:** وتعني توظيف الأموال في مختلف المجالات والفرص المتاحة للإستثمار في الأسواق الأجنبية، مهما كانت أدوات الإستثمار المستخدمة. وتتم هذه الإستثمارات بشكل مباشر أو غير مباشر حيث [علاونة، 2008، ص: 03-04]:

**1) الإستثمار الأجنبي المباشر:** يعرف الإستثمار الأجنبي المباشر بأنه التدفقات المالية الوافدة على دولة غير دولته، حيث أنه من خلال هذا الإستثمار يمتلك المستثمر الأجنبي جزءاً من المشروع أو كله بالإضافة

إلى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية والمهارات الإدارية والتسويقية والمالية في جميع المجالات إلى الدولة المضيفة. ومن هنا تسعى العديد من الدول إلى جذب هذا النوع من الإستثمار لما فيه من انعكاسات إيجابية على الإقتصاد الوطني ليس في مجال رفع الإنتاجية وزيادة النمو وإنما أيضا من حيث رفع الكفاءات الإدارية والتكنولوجية واستيعاب الأيدي العاملة في البلد المضيف، إضافة إلى تميز الإستثمارات الأجنبية المباشرة بأنها إستثمارات طويلة الأجل، حيث يقوم المستثمر بإنشاء المصانع والشركات في البلد المضيف وبالتالي التواجد الفعلي على أرض البلد المضيف من جهة وصعوبة إنسحاب مثل هذه الإستثمارات وذلك لإرتفاع تكلفة الإنسحاب من جهة أخرى. ورغم هذا فهناك العديد من المحددات والمعوقات التي تحد وتعيق من تدفق هذا النوع من الإستثمارات، من أهمها محددات سياسية واجتماعية وإيديولوجية. ومن هنا تسعى الدول المضيفة إلى إزالة هذه المعوقات ورسم سياسات لجذب أنواع معينة من الإستثمارات الأجنبية المباشرة وتوجيهها إلى قطاعات محددة للمساهمة في تحقيق خطط التنمية الإقتصادية لهذه الدول وتحقيق الإستفادة القصوى من هذه التدفقات الإستثمارية.

**(2) الإستثمار الأجنبي غير المباشر:** يتمثل الإستثمار الأجنبي غير المباشر في الإستثمارات المحفظة في أسواق رؤوس الأموال في الدول المضيفة، وأهم ما يميز هذا النوع من الإستثمارات هو سهولة الدخول والخروج إلى الدولة المضيفة والأسواق المستهدفة وفقا لتطورها. ومن مزايا هذا النوع من الإستثمار أنه يعمل على زيادة سيولة وعمق أسواق الأوراق المالية، حيث أن هذا النوع من الإستثمارات يكون في الغالب على شكل استثمارات مؤسسية تتصف بقراراتها الإستثمارية بطول الأمد وتكون مبنية على أسس علمية رشيدة إضافة إلى سرعة إتخاذ القرار وتنفيذه.

من أبرز سلبيات هذا النوع من الإستثمارات هو صعوبة تحكم أسواق رؤوس الأموال المضيفة فيها وضبط إيقاعها، حيث قد تنسحب هذه الإستثمارات بصورة مفاجئة وعلى شكل موجات بيع ضخمة نتيجة لعوامل عديدة، الأمر الذي يؤثر سلبا على استقرار أسواق رؤوس الأموال في البلد المضيف. أضف إلى ذلك أن هذا النوع من الإستثمار قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الإقتصاد الوطني من خلال تخفيض معدلات البطالة ورفع الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو.

### ثانيا: تصنيف الإستثمار حسب معيار الملكية

❖ **الإستثمار الخاص:** هو استثمار القطاع الخاص الذي تطور من المشروع الفردي أو العائلي المحصور استثماره بنشاط محدود إلى شركات ومؤسسات تضم عددا من المستثمرين من مختلف الشرائح الاجتماعية، الذين يقومون بتوظيف مدخراتهم في مختلف المشاريع الإنتاجية والخدمية.

❖ **الإستثمار العام:** يقصد بالإستثمار العام ما تنفقه الدولة على شراء السلع الإستثمارية اللازمة لإقامة المشروعات العامة وتستهدف زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، كذلك يتمثل الإستثمار العام في كافة أوجه الإنفاق التي تستهدف زيادة الطاقة الإنتاجية للدولة، أو تحسين مستوى المعيشة للمواطنين.

يعتبر الإستثمار العام أحد الوسائل التي تستخدمها الدولة لتحريك العملية التنموية بالشكل الذي ترغب فيه حيث يؤدي هذا الإستثمار دورا هاما وحيويا في الاستراتيجيات التنموية للدول المتقدمة والنامية على حد سواء، بالرغم من أن مساهمة الإستثمار العام في إجمالي الناتج المحلي قد تختلف من دولة لأخرى طبقا لظروف كل دولة، إلا أنه من الصعب العثور على دولة لا تعتبر هذه المساهمات غير مهمة بالنسبة لإجمالي الناتج المحلي لها [ينت سعد الحمود، 2004، ص: 29].

الهدف من التفرقة بين الإستثمار الخاص والعام يرجع إلى أن الإستثمار الخاص يستند على دافع الربح المتوقع [منصوري، 2012، ص: 21]، أما الإستثمار العام فإنه يتم لسد احتياجات اجتماعية تتمثل في الإنفاق على الخدمات العامة مثل التعليم والصحة والمواصلات.... الخ أي تقديم خدمة للمجتمع بالدرجة الأولى، ويتصف هذا النوع من الإستثمار بأنه عديم المرونة.

❖ **الإستثمار المشترك:** هذا النوع من الإستثمارات يجمع ما بين الإستثمارين العام والخاص؛ حيث يقوم الأفراد هنا بشراء حصص في المنشآت الحكومية سواء كانت إنتاجية أو حتى خدمية، وفي الكثير من الشركات ذات الملكية المشتركة تكون الإدارة من حق الدولة، غير أن هذا النمط من الإدارة أخذ يتراجع في ظل الخصخصة والشراكة الإستراتيجية مع المستثمر الخاص.

### ثالثا: تصنيف الإستثمارات وفقا لآجالها

❖ **إستثمار قصير الأجل:** تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الإستثمارات قصيرة لا تزيد عن السنة، وتهدف إلى توفير السيولة النقدية مع تحقيق بعض العوائد.

❖ **إستثمار متوسط الأجل:** تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الإستثمارات أطول من النوع السابق، حيث تكون ما بين السنة والخمس سنوات.

❖ **إستثمار طويل الأجل:** في هذا النوع من الإستثمارات تتجاوز مدة التوظيف النوع السابق وقد تصل إلى خمسة عشرة سنة أو أكثر. وتشمل هذه الإستثمارات الأصول والمشروعات الإستثمارية التي يصعب تحويلها إلى نقدية ولو عن طريق البيع، ويكون هدف المستثمر هو الحصول على تدفقات نقدية يضمن من خلالها إسترداد رأس المال المستثمر في زمن معين مع ضمان معدل من الدخل يتناسب ومخاطر الصناعة التي ينتمي إليها المشروع. وتتميز هذه الإستثمارات بأنها تحقق للمستثمر دخلا سنويا مستمرا، كما تحقق له أرباحا رأسمالية تتمثل في زيادة قيمة الأصول بقدر أكبر من معدلات

التضخم السارية، وتتطلب هذه الإستثمارات حجماً أكبر من الأموال المستثمرة واحترافية في إدارتها وتشغيلها وتخضع للدراسة والتقييم بالأساليب والطرق الفنية المختلفة والتي يمكن من خلالها تجنب أكبر قدر من المخاطر.

تجدر الإشارة إلى أنه غالباً ما يطلق على الإستثمار قصير الأجل بأنه إستثمار نقدي لأن مكوناته تدخل في عرض النقود، بينما الإستثمار طويل الأجل يطلق عليه اسم الإستثمار الرأسمالي لأن مكوناته تدخل في تكوين رأس المال.

#### رابعاً: تصنيف الإستثمارات حسب الغاية

- (1) الإستثمارات المفروضة: هي التي تفرض من طرف السلطات العامة، أي أنها إجبارية التنفيذ.
- (2) إستثمارات تحسين الإنتاجية: تتضمن مختلف الإستثمارات التي تهدف إلى تدعيم الطاقة وتحسين الإنتاجية وتشتمل على [نمري، 2008-2009، ص: 27-28]:
  - الإستثمارات الإحلالية أو إستثمارات التجديد: وذلك إما بسبب إهلاك الآلة أو بسبب التقادم التكنولوجي.
  - الإستثمارات التوسعية: الغرض من هذا النوع هو توسيع الطاقة الإنتاجية وذلك بإدخال أو إضافة منتجات جديدة أو زيادة الإنتاج والمبيعات الحالية.
  - استثمارات التحديث: هي التي تسمح بتخفيض التكاليف أو تطوير المنتجات أو تحسين النوعية،
  - استثمارات التنوع والإبداع: تهدف في العموم إلى خلق منتجات جديدة أو تهدف إلى إختراق أسواق أخرى.
- (3) الإستثمارات الإستراتيجية: تتميز غالباً بضخامة حجمها وارتفاع مستوى المخاطر فيها، وتهدف بالأساس إلى خلق الظروف الملائمة من أجل ضمان مستقبل الشركة وبقائها، وتحدد الإستراتيجية التي يجب إعتماؤها لتحقيق ذلك، كما يصعب في الكثير من الأحيان قياس مردودية هذه الإستثمارات لكونها إستثمارات طويلة الأجل تتأثر بشكل كبير بالتغيرات الإقتصادية التي تطرأ والتي يصعب التنبأ بها.
- (4) الإستثمارات الإجتماعية: هي إستثمارات ذات غرض إجتماعي في المقام الأول، وغير مرتبطة بشكل مباشر بالنشاط الرئيسي للمؤسسة، كما تتضمن أيضاً الإستثمارات التي لا تتم بطريقة اختيارية كتوفير أجهزة الوقاية من التلوث [حنفي، 2005، ص: 220].

#### خامساً: تصنيف الإستثمارات وفقاً لطبيعتها

- (1) الإستثمارات الحقيقية (العينية): تشمل الإنفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الإستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق القيم، وهي بذلك تشمل الإستثمار في مختلف الأصول التي لها كيان مادي ملموس مثل: الأراضي، العقارات، الذهب، ومختلف التجهيزات الإنتاجية التي تؤدي إلى خلق منتجات مادية وخدمية جديدة

تسهم في زيادة الثروة الخاصة بالمستثمر وكذا الناتج القومي [سعد الحمود، 2010، ص: 27]. وتتميز هذه الإستثمارات بدرجة عالية من الأمان [بورحمونة، 2006-2007، ص: 07].

**(2) الإستثمارات المالية:** هي إستثمارات لا تؤدي إلى زيادة حقيقية في الناتج القومي، وإنما تؤدي بانئقالها من شخص لآخر إلى تمويل الإستثمارات العينية.

الأصول المالية هي عبارة عن أوراق مالية تشير إلى حقوق حاملها اتجاه مصدر هذه الأوراق، فهي دليل الملكية للمستثمر كما تحدد حقوقه القانونية. كما تلعب المؤسسات المالية دور رئيسي في تفعيل مثل هذه الإستثمارات، حيث تؤدي دور الوسيط فتقوم بتعبئة المدخرات المالية من أصحاب الفوائض وتوجيهها لمستثمرين آخرين لتمويل مختلف الإستثمارات العينية.

**(3) الإستثمارات المعنوية:** هي عبارة عن استثمارات ليس لها وجود مادي ملموس، وتشتمل على مختلف النفقات التي تؤدي إلى تحسين السمعة التجارية للمستثمر، وتتمثل بشكل خاص في شهرة المحل وبراءة الإختراع ومختلف الأبحاث وبرامج التطوير وغيرها.

سادسا: تصنيف الإستثمارات وفقا لاتجاه التأثير [منصوري، 2012، ص: 21]

**(1) إستثمارات إنتاجية مباشرة:** تهتم الإستثمارات المباشرة بتوليد قيم جديدة سواء كانت القيم سلع وخدمات أو عوائد متولدة من نشاطات المحفظة الإستثمارية، وكما يرى من وجهة نظر خبراء توظيف الأموال أنه امتلاك أصل إستثماري إنتاجي طويل الأجل مثل الاشتراك مع الغير في مشروع جديد، إنشاء مشروع جديد، الامتلاك الكامل للمشروع قائم... بمفهوم عام هو دخول رأس المال مباشرة بالنشاط الاقتصادي.

**(2) إستثمارات إنتاجية غير مباشرة:** وتعني الاستثمارات التي تساهم في بناء مشروعات أو تكون ركائز اقتصادية أو تكنولوجية أو اجتماعية تخدم الإنتاج المباشر، وتشمل هذه الاستثمارات كلا من:

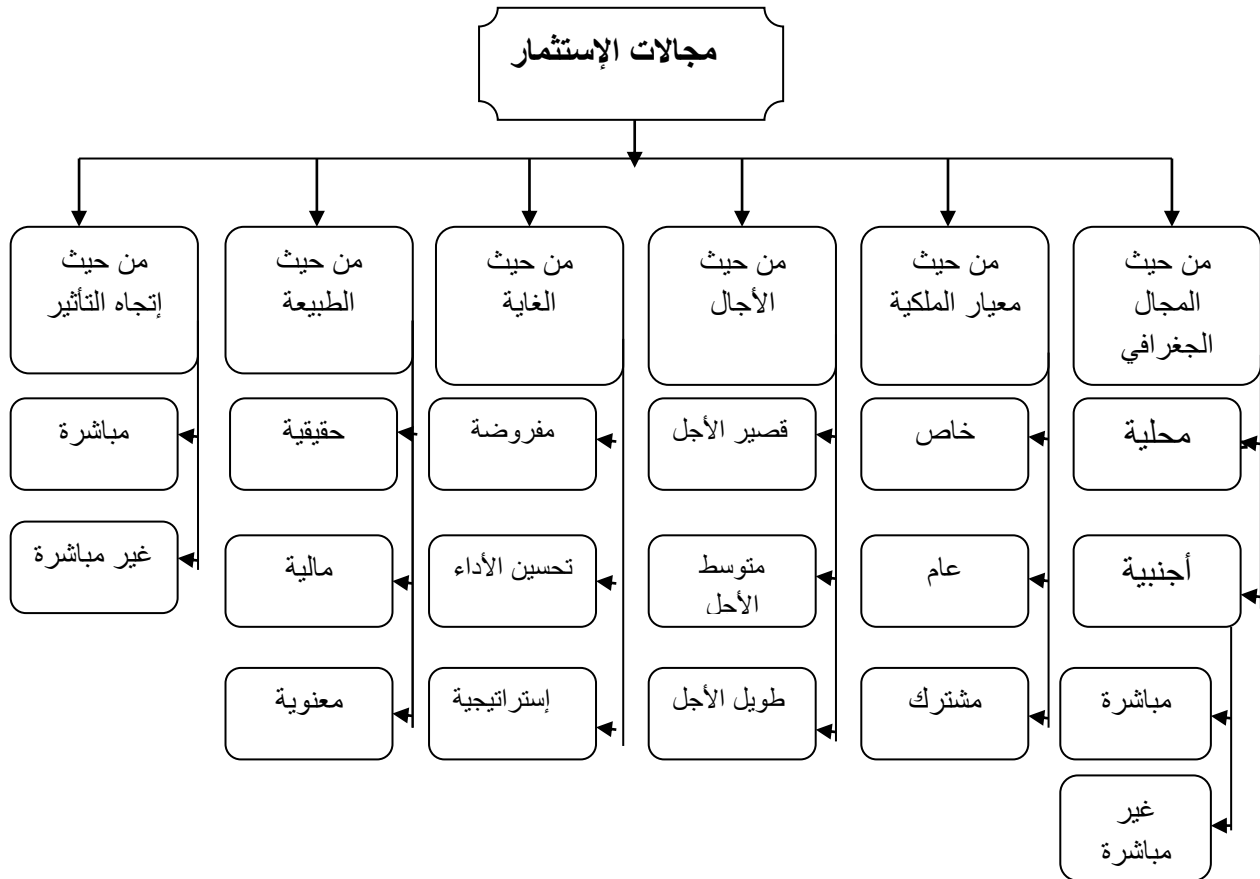
✓ **مشروعات البنى التحتية:** وتضم كافة النفقات الاستثمارية التي يتم إنفاقها على مباني السكن والتعليم والصحة وشبكات الري وغيرها.

✓ **مشروعات البنى الفوقية:** إنها تتناول إعداد القوى العاملة المؤهلة للعمل في الوحدات الإنتاجية

الصناعية والزراعية ... الخ.

يمثل الشكل الآتي تصنيفات الإستثمارات وهو عبارة عن ملخص لما سبق التطرق إليه:

الشكل رقم(2.2): تصنيف الإستثمارات



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- منصورى الزين؛ تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص: 33.

#### 4.1. المشروع الإستثمارى وعناصره الأساسية

يشير الإنفاق الإستثمارى إلى الإستثمار فى مختلف الأصول الرأسمالية، ويتخذ هذا الإستثمار شكل مشروع إستثمارى نظراً لحجم المبالغ المنفقة عليه وما يترتب عليه من آثار تمتد لعدد كبير من السنوات.

##### 1.4.1. تعريف المشروع الإستثمارى

لقد تعددت الآراء فيما يتعلق بتحديد تعريف ومفهوم للمشروع الإستثمارى، فمعظم الباحثين الإقتصاديين الذين تناولوا دراسة المشروع الإستثمارى ركزوا على مفهوم الإستثمار دون ذكر مفهوم المشروع الإستثمارى، وهذا نظراً للتداخل والإرتباط الموجود بينهما، ودراسة المشاريع الإستثمارية حديثة النشأة، حيث نجد أول كتاب

تتاول هذا الموضوع بدراسة نشر سنة 1951 بعنوان (Capital budjeting) للاقتصادي ديان جوال (Desn Joel).

الفرق بين الإستثمار والمشروع الإستثماري يكمن في المرحلة الزمنية، فالمشروع يسبق العملية الإستثمارية، فهو تمهيد للإستثمار، أي هو كل ما يتعلق بالأفكار التي على أساسها سيقام المشروع الإستثماري، فالمشروع كمصطلح يعني فكرة مقترحة تخضع إلى الدراسة والتقييم الأمر الذي يعني إحتمال الأخذ بها أو رفضها، أو إحتمال تنفيذها بعد إجراء قليل أو كثير من التعديلات.

وعليه يمكن تعريف المشروع الاستثمائي على أنه " كل كيان تنظيمي مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج ومزج عناصر الإنتاج المتاحة بنسب معينة وبأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات خاصة أو حاجات عامة خلال فترة معين" [اندروس، 2006، ص: 08].

عرف البنك الدولي المشروع الإستثماري على أنه عبارة عن حزمة متميزة من أنشطة الإستثمار والسياسات والإجراءات المؤسسة وإجراءات أخرى تستهدف تحقيق هدف تنموي [محمد إبراهيم، 2007، ص: 10].

وعرف Michailof و Bridie (1995) "المشروع الإستثماري على أنه مجموعة كاملة من النشاطات والعمليات التي تستهلك موارد محدودة (تجهيزات، يد عاملة، موارد بشرية...)، حيث ينتظر (أفراد، جماعات، طبقات إجتماعية أو المجتمع كله...) تحصيل دخول أو منافع أخرى نقدية أو غير نقدية من هذه العملية" [مسعود، 2009-2010، ص: 35].

ويعرف المشروع الإستثماري على أنه مجهود يتم القيام به لهدف تحقيق إنجاز محدد، لمرة واحدة، وذو طبيعة خاصة لا تتكرر بنفس الصورة ويتم عادة إنجاز هذا المشروع خلال فترة زمنية محددة، وفي حدود ميزانية موضوعية غالبا ما تكون كبيرة نسبيا [ماضي، 2000، ص: 16].

كما يمكن إعتبار المشروع الإستثماري بمثابة قرار إستثماري من أجل تحقيق هدف محدد ينحصر في تكوين تيار من الإنتاج على إمتداد فترة زمنية محددة، بهدف تكوين طاقة إنتاجية جديدة، أو رفع كفاءة الطاقة القائمة، أو كليهما معا، وغالبا ما يشتمل المشروع على مجموعة من الأنشطة المرتبطة ببعضها البعض والتي خططت بطريقة تجعل المشروع بكيانه الذاتي المترابط يتحرك في إطار التكاليف والمنافع المتوقعة [عبد الكريم، 2004، ص: 13].

من خلال ما سبق يمكن تعريف المشروع الإستثماري على أنه تنفيذ فكرة محددة وفق أسس وإجراءات واضحة أو هو نشاط بشري منظم يهدف إلى تحقيق هدف معين في فترة زمنية محددة باستخدام موارد متنوعة

(عمال، مستلزمات فنية، مواد أولية و طاقة، موارد مالية...) والعمل على إستخدامها بطريقة معينة تسمح بتحقيق الهدف بفعالية وتضمن الحصول على منافع مادية أو إجتماعية في المستقبل القريب أو البعيد

### 2.4.1. خصائص المشاريع الاستثمارية

يتميز كل مشروع بمجموعة من الخصائص تميزه عن أنشطة المشاريع الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي [أوسرير وبوغرارة، لا توجد سنة النشر، ص: 331]:

- ✓ **الغرض:** يعتبر تحديد الغرض أو الهدف المراد تحقيقه نقطة انطلاق وبداية لأي مشروع استثماري.
- ✓ **دورة الحياة:** يعتبر المشروع بمثابة كائن عضوي له دورة حياة حيث تبدأ ببطء ثم تتزايد الأنشطة فيه حتى تصل إلى الذروة ثم تنخفض حتى تنتهي عند اكتمال المشروع.
- ✓ **الانفرادية:** يتميز كل مشروع بخصائص فريدة ومختلفة تميزه عن باقي المشاريع الأخرى:
- ✓ **الصراع:** يواجه أي مشروع مواقف تتميز بالصراع، ومن هذه المواقف تنافس المشاريع فيما بينها للفوز بالعرض المحدود من الموارد البشرية والمالية والطبيعية المتاحة، وكذلك تعدد الأطراف المهتمة به.
- ✓ **التداخلات:** يواجه كل مشروع تداخلات مستمرة مع الأقسام الوظيفية للمشروع كالتسويق، التمويل، التصنيع، ومن جهة أخرى نشوء علاقات ترابط وتداخل مع مشاريع أخرى.
- ✓ **القدرة على الإبداع:** قدرة المشروع الإستثماري على توظيف الموارد المادية والبشرية بفعالية عالية وتضمينه أفكارا تكنولوجية مبتكرة وإبداعية بعيدا عن الطرق والأعمال الروتينية السائدة [عبد الكريم، 2004، ص: 13].
- ✓ **إرتباط بيئة المشروع الداخلية بالأبعاد والإتجاهات التي تفرز من البيئة الخارجية.**

مما سبق المشروع الإستثماري يمكن أن يكون نشاطا جديدا بالكامل أو يشكل إضافات رأسمالية لمشروع قائم، كما قد يقتصر على تجديد واستبدال لبعض الأصول والموجودات أو طرق الإنتاج والتكنولوجيا، كل هذه الأنشطة تندرج تحت مصطلح المشروع الإستثماري، وتهدف جميعها إلى تحقيق الربح أو العائد مقابل تحمل مستوى معين من المخاطرة. وبما أن موضوعنا مرتبط أو يقتصر على التعامل في أسواق رؤوس الأموال فسيتم التعرف على العلاقة بين الإستثمار والعائد والمخاطرة في أسواق رؤوس الأموال في المبحث الآتي.

## II. العلاقة بين العائد والمخاطرة في أسواق رؤوس الأموال

في أسواق رؤوس الأموال يقابل كل من مفهومي الربح والخسارة بمصطلحين هما العائد والمخاطرة، الأمر الذي يعني أن قيام المستثمرين باستثماراتهم ينطوي عليها عائد متوقع ومخاطرة محتملة، وبعبارة أخرى إن مصطلحي الاستثمار والعائد والمخاطرة متلازمان، فأيما يوجد الاستثمار يوجد العائد والمخاطرة.

يهدف المستثمر من القيام باستثماراته تحقيق عوائد عالية، وتخفيض التكاليف أو المخاطر المصاحبة لهذه الاستثمارات إلى أقل قدر ممكن، وهذا ما يتطلب منه القيام بقياس العوائد المتوقعة من استثماراته ودرجة المخاطر التي قد تتعرض لها، وتوجد طرق عديدة لقياسها سيتم ذكرها لاحقاً.

إن من أهم الأسباب التي تدعو المستثمر إلى تقييم المشروع ودراسة جدوى الإستثمار (عائد/مخاطرة) هو الرغبة في الإطمئنان على فرص نجاح المشروع والتعرف على مدى المخاطرة واحتمالات تعرض أمواله المستثمرة للخسارة. ويمكن القول أن المستثمر من خلال قيامه بقياس العوائد المتوقعة والمخاطر المحتملة للبدائل الاستثمارية المتاحة أمامه، يقوم باتخاذ القرار الاستثماري واختيار مجال الاستثمار المناسب.

## 1.2. المفاهيم الأساسية للعائد، أنواعه وطرق احتسابه

يعد العائد أحد أهم متغيرات العملية الاستثمارية ومركزاتها، وأحد الأسس التي يستند إليها القرار الاستثماري، حيث يحدد هذا العائد معدل الزيادة والنمو في الثروة التي يطمح إليها المستثمر ويسعى لتحقيقها والوصول إليها، بالإضافة إلى أنه يعتبر أهم ناتج ومحصلة للاستثمار الذي يقوم به المستثمر.

### 1.1.2. تعريف العائد

برزت عدة تعريفات للعائد حيث عرف بأنه: "المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضاً عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر" [قوشجي؛ <http://www.arabesquesociety.com>، تاريخ التصفح: 2016/01/24]، ويُعرف بأنه: "التدفقات النقدية المتحققة للمستثمر لقاء توظيف رأس المال في المشروع الاستثماري خلال فترة زمنية معينة" [أياد وصلاح، 2013، ص: 111].

يعرف العائد بصفة عامة على أنه مقدار الزيادة والإضافة التي تحصل في الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويمكن حساب العائد من خلال ذلك كما يلي: العائد = الثروة في نهاية الفترة - الثروة في بداية الفترة [البشير ومحصول النعمان، 2006، 2008، ص: 04].

ويُعرف العائد المتوقع للورقة المالية بأنه: "المردود أو الربح الذي يحصل عليه المستثمر لدى قيامه بتوظيف أمواله في الاستثمارات المختلفة، وهو أيضاً مقدار الزيادة أو النمو في رأس المال المستثمر، وكذلك هو عبارة عن حاصل قسمة صافي التدفقات النقدية على الأموال التي وُلدته" [قوشجي؛ <http://www.arabesquesociety.com>، تاريخ التصفح: 2016/01/24].

كما يعرف بأنه: "ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد" [سلماني، 2013-2014، ص: 138]، وكلما كان هنالك طموح كبير لدى المستثمر في الحصول على عوائد كبيرة فسيواجه مخاطر أكبر، كما ترتفع درجة

هذه المخاطر بزيادة طول فترة الإستثمار، أي كلما زادت فترة إسترجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة، والمخاطرة تظهر نتيجة ظروف عدم التأكد باحتمال تحقيق عوائد أو لا.

بشكل عام يقصد بالعائد الدخل المقبوض في شكل توزيعات أو فوائد و/ أو قيمة مضافة عبر القيمة المثبتة (أو المسجلة) بالورقة المالية في شكل ربح في رأس المال، الذي توفره أو تحققه الورقة المالية للمستثمر فيها. ولحساب العائد المتولد عن الإستثمار في ورقة مالية معينة، يجب تحديد سعر الورقة المالية خلال فترة محددة، بالإضافة إلى تحديد التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر في نفس الفترة، وبذلك فإن العائد يساوي الفرق بين سعر الورقة المالية في فترتين مختلفتين مضافا إليه التوزيعات في حالة الأسهم، أو الفوائد في حالة السندات، مقسوما على سعر الورقة المالية في سنة الأساس.

من خلال التعاريف السابقة يتبين لنا أن العائد يقاس في شكل مطلق بينما معدل العائد يكون في شكل نسبة مئوية، حيث تنسب الزيادة في الثروة إلى الأموال المستثمرة، إذ يتم أخذ عوائد الأوراق المالية بناء على ثلاثة أشكال مهمة هي [رمضان وشموط، 2007، ص: 250]:

- ✓ **الفوائد:** إذا كانت الورقة المالية تمثل اقتراضا فحامل السند مقرض لأمواله للشركة التي أصدرت هذا السند وقيمة القرض هي القيمة الاسمية للسند، وهذا الأخير يعطي لحامله الحق في الحصول فائدة متفق عليها سلفا مع الشركة المقترضة.
- ✓ **توزيعات الأرباح:** إذا كانت الورقة تمثل سهما، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذا فهو من مالكيها وله الحق في الحصول على عائد إذا ما حققت الشركة نتائج إيجابية وإذا ما قرر مجلس الإدارة توزيع هذه الأرباح.
- ✓ **الأرباح الرأسمالية:** وتنتج عن إعادة بيع الورقة بسعر أعلى من سعر شرائها ويمثل الفرق ربح رأسمالي.

### 1.2.2. العوامل المؤثرة على عائد الإستثمار

إن العوائد على أدوات الإستثمار في الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال تتأثر بمجموعة كبيرة من العوامل من أهمها [رمضان، 2005، ص: 316]:

- ✓ الزمن اللازم لحلول موعد الإستحقاق.
- ✓ مخاطر الإئتمان أو مخاطر عدم الوفاء.
- ✓ قابلية الأداة للتسويق السريع.
- ✓ قابلية الأداة للإستدعاء.

✓ خضوع عوائد الأداة للضريبة.

✓ حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد.

وإنه لمن الضروري أن يعي المستثمرون في سوق رؤوس الأموال تأثير كل عامل من هذه العوامل، لأنها تجنبه خسائر يمكن أن يقع فيها، وتوجهه للأدوات التي تمكنه من زيادة الأرباح التي سيجنيها.

### 1) الزمن اللازم لحلول موعد الإستحقاق:

هناك علاقة طردية بين زمن حلول موعد استحقاق الأوراق المالية وعائد تلك الأوراق، ويطلق على العلاقة بين العائد وموعد حلول استحقاقه مصطلح "هيكل أسعار الفائدة الزمني" ويمكن تمثيلها بيانيا بما يعرف باسم "منحنى العائد". ومن وجهة نظر المستثمر فإن منحنى العائد الموجب يعني أنه يمكن الحصول على عوائد أكبر إذا تم الإستثمار بأوراق يكون الزمن اللازم لحلول موعد استحقاقها أطول. ولكن يجب ملاحظة أن هذا الأمر معناه:

- أن مخاطر أسعار الفائدة سيكون التعرض لها أكثر وذلك لأن أسعار الأدوات الطويلة الأجل حساسة أكثر من أسعار الأدوات القصيرة الأجل نتيجة لتغير سعر الفائدة.

- وهذا يعني أيضا أن مصدر الورقة المالية يجب أن يدفع تكاليف أكثر للحصول على التمويل اللازم عن طريق إصداره لهذه الورقة.

### 2) مخاطر الإئتمان أو مخاطر عدم الوفاء:

يقصد بها احتمال عدم دفع الفوائد أو الأقساط أو سداد مبلغ القرض في الأوقات المحددة لذلك، ويطلق على هذه العلاقة مصطلح "هيكل مخاطر أسعار الفائدة".

يتم عادة إدراج السندات حسب مخاطر عدم الوفاء في مراتب أفضلها وأقلها خطرا هي التي تندرج تحت فئة AAA وبعدها AA فئة وبعدها AB وبعدها BB وهكذا تندرج الفئات حتى تصل إلى ما يسمى سندات سوق الخردة وهي سندات شديدة الخطورة عالية المردودية. وكلما ابتعدت الفئة عن AAA كلما ازدادت مخاطر عدم الوفاء وارتفعت مقابل ذلك عوائد موعد الإستحقاق.

### 3) القابلية للتسويق:

إن القدرة على تسهيل الورقة وتحويلها إلى نقد جاهز دون أن يؤثر ذلك كثيرا على سعرها عامل مهم في اجتذاب المستثمرين لها لتوفر الأمان في التعامل بها وقلة المخاطرة، وهذا الأمر يتطلب وجود سوق ثانوية

جيدة للورقة المالية لتوفير القابلية للتسويق لها، وتأتي الأسهم المدرجة في بورصات الأوراق المالية في مقدمة الأسهم من حيث قابليتها للتسويق على الرغم من أن الأسعار قد لا تثبت عند مستوى معين تبعا لعوامل العرض والطلب في السوق.

#### (4) القابلية للإستدعاء :

تعرف القابلية للإستدعاء بأنها إمكانية قيام مصدر الورقة بإعادة إستدعاء الورقة المالية لإعادة تملكها بالنسبة للأسهم أو لسداد قيمتها قبل موعد الإستحقاق، ويتم وضع هذه الشروط وأسعار الإستدعاء عند الإصدار.

إن قابلية الإستدعاء عامل مهم في الأوراق ذات الإستحقاق الطويل الأجل وهي صفة في غير مصلحة المستثمر وإنما في صالح مصدر الورقة المالية إذا رأى أن لديه احتياطي نقدي مجمد وتوقع أن ذلك من مصلحة الشركة ويكسبها عوائد أعلى من أن تكون في أيدي مساهمين أو مستثمرين من خارج الشركة. ويطلب المستثمر عادة مبلغا إضافيا على قيمة الورقة الإسمية إذا تم إستدعاؤها قبل موعد إستحقاقها ويسمى هذا المبلغ بعلاوة الإستدعاء خاصة إذا ما كانت أسعار الفائدة متدنية عن سعر الكوبون للورقة في وقت استدعائها، وبالتالي سيكون سعر الإستدعاء مساويا للقيمة الإسمية للورقة مضافا إليها علاوة الإستدعاء، وهذه الأخيرة عادة ما تكون نسبة مئوية من القيمة الإسمية للورقة، وتنخفض إلى الصفر كلما اقترب موعد الإستدعاء من موعد الإستحقاق.

#### (5) خضوع عوائد الورقة للضرائب:

عندما تكون عوائد الأوراق المالية معفاة من الضرائب فإن هذه العوائد تكون عادة أقل مما لو كانت هذه العوائد غير معفاة.

#### (6) حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد:

إن المشروع الذي تكون مخاطره كبيرة لا بد وأن تكون عوائده أيضا كبيرة كي تتلائم مع مخاطره ولكي تجد رضا المستثمرين.

#### 3.1.2. أهمية عائد الإستثمار

تكمن أهمية حساب عائد الاستثمار في أهميته للمستثمر ليعرف المشروع الأنسب الذي سيضع فيه أمواله وما الذي سيجنيه، عندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو

معيار دقيق وسريع لانجازاتهم ومؤشر يوضح لهم ما إذا كانوا يسيرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ، كذلك يعتبر مهما لأصحاب القرارات القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء أكان سياسيا أم اقتصاديا يؤثر في السوق وبالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول مدى صحة قراره أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني [نايف علوان، 2009، ص: 48-49].

#### 4.1.2. أنواع عوائد الإستثمار

يشهد الواقع العديد من التقلبات وعدم التأكد بشأن المستقبل، وفي ظل هذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد المحقق. كما لا يقبل المستثمر الدخول في أي مشروع إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر أو يساوي على الأقل العائد المطلوب، لما يعلمه أن هذا العائد كفيلا بأن يعوضه عن تأجيله لاستهلاكه الحالي ويغطي له كافة المخاطر التي ينطوي عليها هذا الإستثمار.

يمكن التمييز بين عدة أنواع من العوائد وذلك حسب التصنيف، فهناك العائد الفعلي، العائد المتوقع والعائد المطلوب والعائد على الأسهم والسندات.

#### أولاً: معدل العائد المتحقق (الفعلي)

هو العائد الذي يحققه المستثمر جراء اقتنائه أو بيعه لأداة استثمارية. ويعرف بأنه: العائد الذي يحصل عليه المستثمر بصورة فعلية والذي يكون عادةً مختلفاً عن العائد المتوقع [سميح أبو رحمه، 2009، ص: 39]. ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً بينهما، وتعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة في الثروة التي حصلها المستثمر نتيجة احتفاظه بالسهم، أما العوائد الرأسمالية فهي تنتج عن بيع الأصل للمستثمر [نايف علوان، 2009، ص: 49].

نميز بين معدل العائد المحقق لاستثمارات الشركة ومعدل العائد المحقق من استثمارات الأموال في الأوراق المالية، فمعدل العائد المتحقق على الإستثمار الذي تحققه الشركات يحسب بقسمة صافي دخل الشركة على مجموع أموالها المستثمرة بما فيها الممتلكة والمقترضة، وبعبارة أخرى معدل العائد السنوي المحقق للشركة هو صافي الدخل السنوي مقسوم على مجموع موجوداتها، أما مقدار العائد المحقق من الأوراق المالية فهو الذي يحصل عليه المستثمر حين يقوم بعملية شراء أسهم والتي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى بسعر معين ثم يحتفظ بتلك الورقة المالية لفترة زمنية معينة، ثم يبيعها في سوق رأس المال في الوقت الذي يعتقد أنه الزمن الأنسب لذلك [سلماني، 2013-2014، ص: 151]، وتمثل العوائد المتحصل عليها من خلال هذه العملية فيما يلي:

✓ العوائد النقدية المتحصل عليها من طرف الجهة المصدرة في شكل فوائد أو توزيعات أرباح.

✓ مبلغ التغير الذي طرأ على سعر الورقة المالية خلال فترة الإستثمار، من خلال طرح سعر شراء السهم من سعر بيعه والتي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى.

### ثانيا: معدل العائد المتوقع

العائد المتوقع هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه، وهو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد من وقوع ذلك العائد، فيتم تقديره عن طريق نسب احتمالية، وعليه لا يستطيع المستثمر معرفة معدل العائد الذي سيدره الاستثمار في ورقة معينة وبالتالي فإنه يستطيع صياغة توزيع احتمالي بمعدلات العائد المحتملة [مطر، 2005، ص: 32].

أو هو ذلك العائد الذي يتوقعه المستثمرون في السوق، وأن هذا العائد يعتمد على المعلومات التي يمتلكها المستثمرون وكذلك يعرف بأنه المتوسط لكل النتائج، والذي يتم الحصول عليه بضرب كل نتيجة موزونة باحتمال حدوثها. ويحسب وفق المعادلة التالية :

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

يتضح من خلال صيغة هذه المعادلة أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الإحتمالات في تحديد العائد المتوقع من الإستثمار.

### ثالثا: العائد المطلوب

يعتبر العائد المطلوب المعيار المرجعي الذي على أساسه يتم قبول الاستثمار من عدمه، وذلك بالمقارنة مع معدل العائد المتوقع [الشوارة، 2008، ص: 39]. وقد يسمى أيضا بمعدل الرسملة أو معدل الخصم ويمثل الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب المتوقع، والذي يتوقع المستثمر الحصول عليه لكي يتخذ قرارا بالشراء، حيث يعادل هذا المعدل تكلفة الفرصة البديلة، أي يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار في الأسهم [الحنوي وآخرون، 2007، ص: 49]. أي أن المستثمر يقارن بين العائد المتوقع تحقيقه والعائد المطلوب ويحكم على جاذبية السهم العادي للاستثمار، فإذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب يكون السهم جذاب والعكس أيضا صحيح [التميمي، 2012، ص: 166].

يتكون العائد المطلوب من جزئين هما العائد الخالي من المخاطرة وبدل المخاطرة:

### (1) العائد الخالي من المخاطرة:

هو ذلك العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض للمخاطرة نهائياً. وهو عبارة عن المعدل الذي تكون عوائد تحققة على درجة عالية من اليقين [الشواورة، 2008، ص: 39]، مثل معدلات الفائدة التي يفترض اكتسابها من خلال الإستثمار في أدوات الدين والحصول على أقساط ثابتة، إذ عادة ما يتساوى معدل العائد المحقق لهذه الإستثمارات مع معدل العائد المتوقع منها.

### (2) بدل المخاطرة (علاوة المخاطرة):

هو مقدار العائد الذي يطلبه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتوقعها عند اختياره لأحد الإستثمارات المتاحة، أو هو معدل العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل المخاطر التي ينطوي عليها الإستثمار ومقابل التضحية بالإستهلاك الحالي. وكلما زادت المخاطرة يزداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، أما المخاطر غير النظامية فيتحمل مسؤوليتها المستثمر ولا ينبغي له أن يطالب بتعويض عنها إذ كان من الممكن أن يتجنبها.

الجدير بالذكر أن السوق المالي يكون في حالة توازن عند تساوي العائد المطلوب مع العائد المتوقع لجميع الأوراق المالية في وقت واحد [سلماني، 2013-2014، ص: 149]. وهذا نادر الحدوث، حيث في الغالب يكون هناك عدم التوازن مما يجعل المستثمر يقبل على الإستثمار بنوع من أنواع الإستثمارات المقترحة أمامه، إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، والعكس إذا كان معدل العائد المتوقع أقل أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه.

#### 5.1.2 طرق حساب العائد

يعتبر معدل العائد كأساس للإختيار بين البدائل من المشروعات الجديدة أو التوسعات المقترحة والحكم على كفاءتها، وحتى في تمويل المشروعات من خلال المقارنة بين العوائد المتوقعة وتكلفة رأس المال لقبول المشروعات.

تقدم نسب الربحية مؤشرات هامة لإدارة الشركة عن مدى قدرتها في توليد الأرباح، باعتبار أن الأرباح من أهم عوامل نمو المشروعات واستمرارها، كما أنها تعبر عن مدى مقدرة الشركة على الوفاء بأصل القروض والفوائد المترتبة عنها.

يتم حساب العائد في أسواق رؤوس الأموال باستخدام عدة مؤشرات أهمها:

✓ العائد المحاسبي

✓ عائد السوق

**أولاً: العائد المحاسبي**

هو ذلك الربح الذي يحققه المشروع والذي يظهر في القوائم المالية للمؤسسة، وهو في الحقيقة محصلة لعدة مصادر نذكر منها: الربح الدفترى، الربح الاحتكاري، الربح الإبتكاري وربح عدم التأكد.

وان العائد المحاسبي أو متوسط معدل العائد يعتمد على البيانات المحاسبية في حساب صافي الدخل المحاسبي، وتسمى أيضا بأسلوب العائد على الاستثمار لأنها تقيس معدل الكفاءة للمشروع الاستثماري المقترح، وكذلك تبين كفاءة وفاعلية الإدارة في سياساتها وقراراتها المالية، ويفضل المشروع الذي يعطي أعلى متوسط لمعدل العائد، وتستخدم بعض الشركات متوسط العائد للسنوات السابقة أو كلفة رأس المال فيها كحد أدنى لقبول أي مشروع مقترح، ولا يقبل أي مشروع يعطي أقل من متوسط العائد المحدد فيها، ويمكن اعتماد نسب الربحية التي تشير إلى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، كما إن نسب الربحية تثير اهتمام المستثمرين والإدارة والمقترضين، فالمقترضون يشعرون بالأمان بالنسبة للشركات التي تحقق أرباحا عالية، وتحسب وتقاس بالمؤشرات الآتية [سلماني، 2013-2014، ص: 153-154]:

**(1) العائد على الإستثمار:**

له عدة تسميات منها العائد على رأس المال أو العائد على إجمالي الأصول حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول وهي جميع المبالغ المستثمرة مطروح منها متراكمات استهلاكها من تحقيق أرباح بعد خصم الضريبة (صافي الربح) ويقاس العائد على الاستثمار من خلال المعادلة التالية:

$$\text{العائد على الإستثمار} = \text{صافي الربح بعد الضريبة/صافي الأصول} * 100 \%$$

حيث تعبر نتيجة المعادلة عن قدرة الدينار الواحد المستثمر في موجودات الشركة على تحقيق الربح الصافي المحاسبي، وهو أيضا مقياس لمدى كفاءة الشركة والعاملين فيها على إدارة واستغلال الموجودات لتوليد الأرباح.

**(2) العائد على الملكية:**

يدل هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل الأموال المكونة من: الأسهم العادية والأسهم الممتازة بالإضافة إلى الاحتياطات المختلفة مثل الاحتياطي الإجباري والاحتياطي الاختياري وأيضا الأرباح المحتجزة قصد إعادة استثمارها.

أو هو مقياس لكفاءة الشركة في استغلال أموال أصحاب المشروع (حملة الأسهم العادية) في توليد الأرباح الصافية، ويطلق على هذا المقياس أيضا بالعائد إلى أموال أصحاب المشروع أو العائد على القيمة الصافية ويتم حساب هذا العائد من خلال المعادلة:

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \text{صافي الربح بعد دفع الضرائب الخاص بحملة الأسهم العادية} / \text{حقوق حملة الأسهم العادية} * 100 \%$$

### 3) هامش الربح الصافي:

يستعان بهذه النسبة لتوضيح المقدار الذي يمكن أن ينخفض به الربح الصافي قبل أن تصل الشركة لحالة الخسائر ويأخذ صافي الربح بعد الضريبة قيمة سالبة. يحسب صافي الربح المتحقق من خلال طرح (المبيعات + إيرادات النشاط العرضي) من (كلفة البضاعة المباعة + المصاريف التشغيلية + الفوائد + الخسائر الناجمة عن أنشطة المشروع غير الأساسية + الضرائب). إذن تأخذ نتيجة أعمال المشروع بعد الضرائب كافة عناصر الإيرادات والتكاليف والمصروفات المنفقة حتى الخسائر والإيرادات المتحققة خارج النشاط الأساسي للمشروع. تعتبر هذه النسبة أكثر المقاييس مرجعية ويمكن قياس هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح على المبيعات كما يلي في المعادلة:

$$\text{نسبة هامش الربح} = \text{صافي الربح} / \text{المبيعات}$$

تحدد هذه النسبة سعر الوحدة الذي يمكن أن تبيع به الشركة، وإلى أي مدى يمكن أن ينخفض هذا السعر قبل أن تبدأ في تحمل الخسائر، وللحكم على مدى كون هذه النسبة جيدة أم لا بالنسبة للمستثمر (الشركة)، يمكن مقارنتها مع نفس النسبة بالسنوات السابقة للشركة أو مقارنتها مع نظيراتها من الشركات المماثلة.

### ثانياً: عائد السوق

#### 1) حساب عائد السندات:

تأخذ عوائد السندات أشكالاً مختلفة حسب الغرض من حسابها، ومن أشكالها: العائد الجاري والعائد لفترة الإقتناء والعائد لموعد الإستحقاق والعائد لموعد الإستدعاء.

❖ **العائد الجاري:** هو العائد الأساسي والمحفز الذي من خلاله يقبل المستثمر على شراء السندات، ويمثل مبلغ الفائدة الذي يتحصل عليه المستثمر سنوياً لقاء اقتنائه للسندات نسبة إلى سعرها في السوق، فكلما ارتفعت نسبة هذا المعدل مقارنة بأسعار الفائدة في السوق ينعكس إيجابياً على قيمته، ويحسب وفق الصيغة الرياضية التالية [رمضان، 2005، ص: 299]:

$$\text{مبلغ الفائدة السنوي} / \text{سعر السند في السوق} + 100 \%$$

❖ **العائد لفترة الإقتناء:** هو عبارة عن العائد المركب من العائد الرأسمالي للسند بالإضافة إلى الفائدة المحصلة للسند في تاريخ ما قبل موعد الإستحقاق، نتيجة تنازل مالك السند عنه في تاريخ قبل ميعاد استحقاقه، ويتم حسابه بالطريقة الآتية:

$$\text{العائد لفترة الإقتناء} = \text{الفوائد} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) / \text{سعر الشراء} * 100\%$$

❖ **العائد لموعد الإستحقاق:** وهو العائد الذي يحصل عليه حامل السند إذا احتفظ به إلى حين موعد الإستحقاق، ويمثل معدل الخصم الذي يتم استعماله لحساب القيمة الحالية لمبالغ الفائدة التي سيقبضها حامله من لحظة شرائه وإلى حين موعد استحقاقه مضافا إليه القيمة الحالية لقيمتة الاسمية التي سيقبضها عند موعد الإستحقاق، وذلك وفقا للعلاقة التالية [نايف علوان، 2009، ص: 53]:

$$\text{العائد لموعد الإستحقاق} = \text{مبلغ الفائدة} + (\text{القيمة الاسمية للسند} - \text{ثمن الشراء}) / \text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق} / \text{القيمة الاسمية للسند} + \text{ثمن الشراء} / 2$$

❖ **العائد لموعد الإستدعاء:** قد تشترط الشركة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق في استدعاء السندات منصوص عليه في عقد الإصدار، ويحصل في مقابل ذلك الحق على قيمة الإستدعاء وتساوي القيمة الاسمية للسند مضافا إليها علاوة الإستدعاء. ويحسب مقدار العائد الذي سيحصل عليه حامل السند من موعد شرائه له إلى أقرب موعد استدعاء منصوص عليه في عقد الإصدار بالمعادلة التالية [سلماني، 2013-2014، ص: 156]:

$$\text{العائد لموعد الإستدعاء} = \text{مبلغ الفائدة} + (\text{سعر الإستدعاء} - \text{ثمن الشراء}) / \text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء} / [(\text{سعر الاستدعاء} + \text{ثمن الشراء}) / 2]$$

## 2) حساب عوائد الأسهم

تختلف كيفية حسابها حسب نوع السهم "عادي" أو "ممتاز" كالاتي:

أ. **عوائد الأسهم العادية:** تتمثل مجموع العوائد التي يجنيها السهم العادي في عائد التوزيعات والذي يكون في حالة تحقق أرباح بالنسبة للشركة المصدرة للسهم وموافقة الجمعية العمومية على توزيع تلك الأرباح، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية للسهم والتي تنتج عن الفرق الايجابي بين القيمة السوقية عند البيع والقيمة السوقية عند الشراء.

يمكن قياس هذه العوائد بأحد المقاييس التالية:

1- **العائد الجاري للسهم:** يستخدم لتقييم السهم من وجهة نظر المستثمر، حيث يقيس قدرة الدينار الواحد الذي سيدفعه المستثمر ثمناً للسهم على توليد الأرباح ويقاس كما يلي:

$$\text{الربح الجاري للسهم} = (\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة/القيمة السوقية للسهم}) * 100\%$$

2- **عائد فترة الإحتفاظ:** يقيس هذا المعيار العائد المحقق للمستثمر خلال فترة الإحتفاظ بالأوراق المالية (أسهم وسندات) [ المومني، 2008، ص: 75]. ويتكون هذا العائد من جزئين رئيسيين هما:

- ✓ الأرباح الرأسمالية وتمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.
- ✓ التدفقات النقدية الجارية وتمثل التوزيعات النقدية للأرباح أو فوائد السندات.

يمكن قياس عائد فترة الإحتفاظ وفق المعادلة التالية:

$$\text{عائد فترة الإحتفاظ} = [\text{التدفقات النقدية الجارية} + (\text{سعر البيع} - \text{تكلفة الشراء}) / \text{تكلفة الشراء}] * 100\%$$

3- **نصيب السهم من الأرباح المحققة:** يقيس هذا المؤشر ما سيحصل عليه المستثمر من أرباح لقاء وجود السهم بحوزته [ عطية، 2014-2015، ص: 132]. ويمكن استخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = (\text{صافي الربح الخاص لحملة الأسهم العادية/عدد الأسهم العادية}) * 100\%$$

4- **نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:** يقيس هذا المؤشر ما سيحصل عليه المساهم من نقود أرباح لقاء امتلاكه لهذا السهم، ويمكن استخراجه كما يلي [ نايف علوان، 2009، ص: 58]:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \text{الأرباح الموزعة/عدد الأسهم العادية}$$

كما يمكن استخدام المعادلة التالية للحصول على نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \text{القيمة الإسمية للسهم} * \text{نسبة التوزيع المعلن عنها}$$

ب. عائد السهم الممتاز: يتمثل في التوزيعات النقدية الثابتة التي يحصل عليها حامل السهم الممتاز بصفة دورية ويتم حسابه بالعلاقة التالية [عطية، 2014-2015، ص:133]:

$$\text{معدل العائد على السهم الممتاز} = \left( \frac{\text{التوزيعات السنوية للسهم الممتاز}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}} \right) * 100\%$$

## 2.2. مفهوم المخاطرة، أنواعها وكيفية قياسها

من البديهي أن المستثمر لا يقتصر اهتمامه بالعائد المتوقع من الاستثمار وإنما يمتد اهتمامه أيضا لدراسة مدى المخاطرة التي يتعرض لها، أي مدى احتمالات التعرض لخسائر مالية. واحتمالات الخسارة هذه يمكن الوصول إلى تقييم لها عن طريق دراسة مدى التغير في الدخول المتوقعة أي مدى تباين هذه القيم المتوقعة، فزيادة التشتت لقيم الدخول المتوقعة حول متوسط هذه القيم معناه أن هناك درجة كبيرة من المخاطرة في هذا النوع من الإستثمار.

النظرية الحديثة لتفسير سلوك المستثمرين تعتمد على فرض أن المستثمر يحاول دائما الوصول إلى حد ممكن من المخاطرة بالنسبة لحجم معين من الإيرادات، ولتحقيق ذلك يقوم المستثمر بتنويع استثماراته في الأسهم والسندات بدلا من شراءه لنوع واحد فقط بحيث يصل إلى ما يعرف بحقيبة كفاء من الأوراق المالية، ويجب الإشارة إلى أنه ليس هناك إمكانية لتجنب كل أنواع الخطر عن طريق تنويع الإستثمار، لكون أن هناك مخاطر لا يمكن تجنبها عن طريق تنويع مجالات الإستثمار، حيث يتطلب الأمر في هذه الحالة إجراء دراسة وتحليل لأسعار السوق في ضوء جميع المتغيرات السياسية والإقتصادية للوصول إلى الحد الأدنى من المخاطر

### 1.2.2. تعريف المخاطرة

تعرف المخاطرة بأنها إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الإقتصادي في الحاضر [علي، 2009-2010، ص: 332].

كما تعرف المخاطرة بأنها احتمال انخفاض قيمة استثمار أو عدم تحقيق ربح وهو من العناصر الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ قرار استثماري. وتحمل الاستثمارات نسباً متفاوتة من المخاطر تنشأ عن حالة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع من الاستثمار. وبشكل عام، كلما زادت مستويات المخاطرة زادت معها إمكانات تحقيق عوائد أعلى.

أو هي عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما أن لكل استثمار درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر.

### 2.2.2. أنواع المخاطرة

ترتبط المخاطر عموماً بعدم اليقين المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية، وتتكون المخاطر الكلية للاستثمار من مجموعتين هما: مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

#### 1.2.2.2. المخاطر المنتظمة (العامة)

يعرف هذا النوع من المخاطر بالمخاطر العامة أو المنتظمة وهي تلك المخاطر الناتجة عن عوامل تؤثر في الأوراق المالية عامة وفي النشاط الاقتصادي ككل، ولا يقتصر تأثيرها على شركة أو قطاع معين، بل يمتد تأثيرها ليشمل كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق. وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، وهذه النوعية من المخاطر لا يمكن تجنبها بالتنوع. ولذلك فإن هذه المخاطر تسهم بشكل أساسي في تباين العائد المتوقع.

وترجع مصادر المخاطرة المنتظمة إلى ما يلي:

**1) مخاطرة القوة الشرائية:** هي المخاطر التي تواجه المستثمرين والناتجة عن الإرتفاع الكبير في الأسعار دون أن يقابله إنتاج حقيقي، ففي حالة التضخم يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الإسمي مضمون مثل حالة السندات الحكومية.

التضخم هو التغير في القدرة الشرائية للعملة، فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القدرة الشرائية للعملة، وينتج عن هذا تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين لو ارتفعت معدلات التضخم، وعادة ما تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلاً أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الإستثمار في السند تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الإستثمار عن المعدل الإسمي لهذا العائد [مطر، 2005، ص: 43].

**(2) مخاطرة معدلات أسعار الفائدة:** يلعب معدل أسعار الفائدة دوراً أساسياً في قرار الإستثمار على اعتبار أنه عائد على الأموال المقرضة، وهو ثمن تضحية المستثمر نتيجة قرار تأجيل الإستهلاك الحالي إلى المستقبل، وفي الوقت نفسه يعد كلفة رأس المال المقترض من قبل المستثمر في الجهة الأخرى، وسعر الفائدة جزء من خدمات الإئتمان ولذلك فهو جزء من آلية الأسعار في السوق، ويتأثر معدل الفائدة بالميل الحدي للإستهلاك والذي يؤثر على الميل الحدي للإدخار وهو الجانب المكمل للإنفاق، والعامل الآخر المؤثر على معدل الفائدة هو الإنتاجية الحدية لرأس المال أو الإستثمار، فكلما كان متوسط العائد على الإستثمار أعلى كلما كان العائد المطلوب من قبل المستثمر مرتفعاً [ شهاب نجم، 2014، ص: 72]. ولسعر الفائدة تأثير معاكس على أسعار الأسهم والسندات والإستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات.

تنشأ هذه المخاطرة كنتيجة لاحتمال وقوع بعض الأحداث المحلية أو العالمية العامة، كإجراء تغييرات هامة في النظام الإقتصادي للدولة ذاتها، أو لدول أخرى ترتبط معها بعلاقة وثيقة، أو نشوب حرب أو حدوث تغييرات في تفضيلات المستهلكين [ سميح أبو رحمه، 2009، ص: 44].

**(3) مخاطر السوق:** تتمثل في المخاطر التي تؤثر على الأدوات الإستثمارية نتيجة للظروف السياسية أو الدورات الإقتصادية أو نتيجة العلاقات الإقتصادية القوية بين البلدان، حيث تؤثر هذه الأحداث على جميع الأدوات الإستثمارية المتاحة في السوق، وهي أحداث غير متوقعة وعادة ما تنشأ نتيجة للإتجاهات الصعودية أو النزولية التي تطرأ على السوق المالي وسوق رؤوس الأموال في بلد ما أو البلد الذي يرتبط به بعلاقات إقتصادية تبادلية كبيرة وقوية.

**(4) مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر الناجمة عن التقلبات في أسعار الصرف والتطور غير المتوقع فيها، إذ تبرز من خلال المبادلات والصفقات على السلع والعملات الأجنبية وما يقابلها من العملة المحلية، حيث تظهر هذه المخاطر على امتداد فترة إنجاز الصفقة وفترة التسوية [ سلمان، 2013-2014، ص: 183].

**(5) مخاطرة التوقيت:** مما لا شك فيه أن التوقيت في الإستثمار مهم جداً فاحتمال ربح المستثمر الذي استثمر في بداية صعود السوق أكبر من توقيت الإستثمار وقت وصول السوق على القمة أو وقت الهبوط وظهر ذلك بوضوح لمن دخل سوق الأسهم الأمريكية سنة 1998-1999 فمن خرج أواخر سنة 1999 وبداية سنة 2000 استفاد بسبب التوقيت ومن استثمر في بداية سنة 2000 واستمر إلى بداية سنة 2001 فلاشك أنه عان من سوق الأسهم بسبب الهبوط الحاد والتوقيت. ولعل أفضل طريقة لتوقيت الدخول أو الخروج النظر إلى التحليل الفني للسوق ومؤشرات البيع والشراء [الشميري؛ <http://alphabet.argaam.com>، تاريخ التصفح: 02/022017].

### 2.2.2.2. المخاطر غير المنتظمة

هي المخاطر التي يمكن تجنبها بالتنوع وترجع إلى ظروف الشركة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، وتؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلى تقلب التدفقات النقدية والمالية للمشروع، إلا أن التغيرات في عائد سهم شركة ما والتي ترجع إلى المخاطر غير المنتظمة، لا يوجد ارتباط بينها وبين التغيرات التي تحدثها المخاطر غير المنتظمة لعائد سهم شركة أخرى لاختلاف ظروف الشركتين، ويمكن للمستثمر تخفيض هذه المخاطر بتنويع مكونات محفظة أوراقه المالية أي عدم تركيزها في أوراق مالية تصدرها شركة معينة.

من الأمثلة على المخاطر التي يمكن تجنبها أو تخفيضها بالتنوع: التغيرات التي تطرأ على عائد السهم نتيجة لدورات اقتصادية ترتبط بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة، أو نتيجة لاضطرابات عمالية أو أخطاء إدارية تعاني منها، أو نتيجة لتقلب عوائد المشروع، أو نتيجة لتغير طراً على أذواق المستهلكين بالنسبة للسلعة التي تنتجها. وبالطبع يتباين حجم المخاطر غير المنتظمة من شركة إلى أخرى، وفي مقدمة الشركات التي تتسم بانخفاض نسبة المخاطر المنتظمة وارتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة شركات الأدوية، وشركات الأغذية، ففي مثل هذه الشركات يكون الارتباط ضعيفاً بين مستوى النشاط الاقتصادي في الدولة، وحجم مبيعات وأرباح أسهم تلك الشركات. بمعنى أن الطلب على منتجات تلك الصناعات لا يتأثر كثيراً بالظروف الاقتصادية السائدة بقدر ارتباطه بظروف الشركة نفسها.

### 3.2.2. أساليب قياس مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية

تأتي المخاطرة عن طريق عدم التأكد من النتائج بسبب عدم ثبات هذه النتائج وتقلبها مع مرور الزمن أو بسبب تعدد الاحتمالات، وإذا ما عرف المستثمر كيف يحدد المخاطر ويقيسها بشكل صحيح فإنه يستطيع أن يميز بين الأصول المالية ذات المخاطرة العالية أو ذات المخاطرة المقبولة.

تتعدد طرق وأساليب قياس المخاطرة، نذكر منها ما يلي:

#### 1.3.2.2. الإنحراف المعياري والتباين

يعرف الإنحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لجميع مربعات انحراف القيم عن وسطها الحسابي، ويقاس مدى انحراف أرباح السهم المحققة عن المتوقعة، وكلما كانت درجة الإنحراف كبيرة دلت على درجة مخاطرة كبيرة، في حين كلما كانت أرباح السهم قريبة من المتوسط الحسابي دلت على استقرار السهم وقلة مخاطره [الشمرى وآخرون، 1999، ص: 323].

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

يعبر رياضياً عن التباين كآتي:

حيث أن:  $S^2$ : التباين،  $x_i$ : العائد على الإستثمار،  $\bar{x}$ : المتوسط الحسابي لعائد الإستثمار،  $n$ : عدد السنوات.

$$S = \sqrt{S^2}$$

بينما يمكن قياس الإنحراف المعياري وفق المعادلة التالية:

حيث أن الإنحراف المعياري يمثل الجذع لتربيعي للتباين.

### 2.3.2.2. معامل الإختلاف

أثبت الإنحراف المعياري أنه مقياس جيد للمخاطر لكن في حالة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية أو المالية لمختلف الفرص الاستثمارية، فيتم اختيار المشروعات التي تتميز بانخفاض الإنحراف المعياري لتدفقاتها. إلا أنه في حال اختلاف القيم المتوقعة للتدفقات بين البدائل الاستثمارية لا يعتبر اختيار البديل الذي يتصف بانخفاض انحرافه هو المقياس. ويمكن تجنب هذه المشكلة باستخدام معامل الإختلاف كمقياس المخاطر بدلاً من الإنحراف المعياري، ويتم حساب معامل الإختلاف عن طريق قسمة الإنحراف المعياري على القيمة المتوقعة للعائد، أي أنه يشير إلى مخاطرة الوحدة الواحدة من العائد. ويقاس معامل الإختلاف بالعلاقة التالية:

$$\text{معامل الإختلاف} = \frac{\text{الإنحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة للعائد}}$$

### 3.3.2.2. معامل بيتا

معامل بيتا مقياس مبتكر لقياس مخاطر السهم فهو يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، والمقصود بعائد السوق هو المتوسط الحسابي لعوائد جميع الأسهم الموجودة في السوق، فإن كان معامل بيتا لسهم ما يساوي الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن التغير في عائد ذلك السهم الناتج عن تغير عائد السوق يكون مساوياً تماماً لتغير عائد السوق وفي نفس الإتجاه.

أي أن التغير في عائد السهم = التغير في عائد السوق \* بيتا السهم.

أما إذا كان معامل بيتا لسهم ما أقل من الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن عائد هذا السهم أقل حساسية للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. أما إذا كان بيتا السهم أكثر من الواحد الصحيح فإن هذا السهم حساس جدا للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق [رمضان، 2005، ص: 349].

يمكن قياس معامل بيتا بالمعادلتين التاليتين:

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

أو: بيتا = تباين عائد السهم مع عائد السوق/تباين عائد السوق

### 3.2. العلاقة بين العائد والمخاطرة

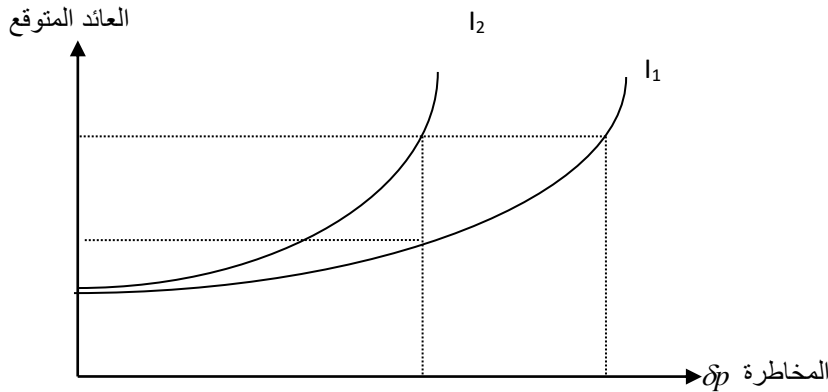
العائد على الإستثمار، ومخاطرة الإستثمار مفهومان مرتبطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، فالعائد على الإستثمار هو بمثابة المقابل أو المكافأة التي يحصل عليها المستثمر في المستقبل مقابل تخليه عن منفعة في الوقت الحاضر. أما المخاطرة فتتسبب نتيجة حالة أو ظاهرة عدم التأكد المحيطة باحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع على الإستثمار، ذلك لأن الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، يرتبط مدى تحققها عادة بتدفقات نقدية مستقبلية ينتظر الحصول عليها من استثماره، ولأن احتمال تحقق هذه التدفقات مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض تحقق هذه التدفقات 100%، ومتى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات النقدية التي يتوقعها المستثمر عن درجة 100% تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها كلما انخفضت احتمالات تحقق هذه التدفقات والعكس صحيح.

#### 1.3.2. تفسير نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطر

يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد للعلاقة بين العائد والمخاطرة في ظل السلوك المختلف للمستثمرين وكيفية اختيار الأوراق المالية الأفضل وتحديد المحافظ المثلى، كما أن نظرية المحفظة التي تقوم على العلاقة بين العائد والمخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار، وينص هذا الافتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الإستثمار والمخاطر المترتبة عليه.

يمكن الاستفادة من هذه المنحنيات في إيجاد العلاقة بين العوائد والمخاطر، والتي تظهر مدى تقبل المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمرين على النحو التالي:

الشكل رقم (3.2): منحنيات السواء للمستثمر



المصدر: محاضرة منشورة للأستاذ عبد الرزاق كبوط بعنوان: نظرية المحفظة المالية لماركويتز Markwitz (العلاقة - عائد مخاطرة)، في مقياس النظرية المالية. أقيمت على طلبة السنة الثالثة مالية، ليسانس -النظام الكلاسيكي. للموسم الجامعي: 2009-2010، ص: 24.

يحدد منحنى السواء تفضيلات المستثمر تجاه العائد والخطر والمعبر عن دالة المبادلة بين العائد والخطر من وجهة نظر المستثمر. ويشير المنحنيان أعلاه عن العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد، وتتوقف درجة العوائد والمخاطر على نوعية وطبيعة المستثمر ومقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه.

ملاحظة:

- إن المستثمر ( $I_1$ ) يطلب عائد أقل في مقابل تحمله لمخاطر أقل بينما يطلب المستثمر ( $I_2$ ) عائد أكبر في مقابل زيادة تحمله للمخاطر (متشدد في التعامل مع الخطر)، فمثلا عند مخاطرة 2% نجد ان ( $I_1$ ) يطلب 5.5% بينما يطلب ( $I_2$ ) 6.5%، أي أن ( $I_1$ ) يطلب علاوة مقابل الخطر أقل من المستثمر ( $I_2$ ).

- تتوقف درجة قبول المستثمر للمخاطرة على عدة عوامل منها:

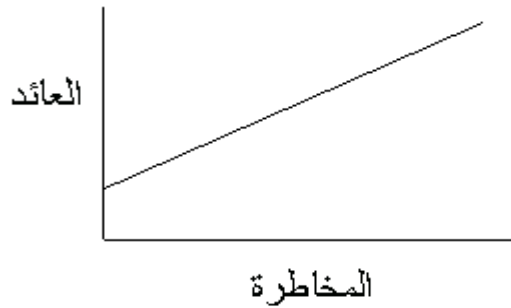
- ✓ نوعية المستثمر هل هو متحفظ، معتدل أو مخاطر ( مضارب).
- ✓ أهداف المستثمر من عملية الإستثمار وحجم الأموال المتاحة لأغراض الإستثمار.

2.3.2. العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة

يستثمر المستثمرون لتوقعهم عوائد محتملة مستقبلية لا يمكن التنبؤ بها بدقة. وهناك على الأغلب مخاطر مرتبطة بالإستثمارات والعائد الفعلي أو المتوقع ينحرف في الغالب عن العائد المتوقع المتنبأ به عند بداية مدة الاستثمار. وإذا كان لورقتين ماليتين نفس العوائد ودرجة مخاطرة مختلفة فإن كل المستثمرين سيذهبون بالطبع إلى الورقة المالية ذات المخاطرة الأقل ويعمل الطلب المرتفع عليها على رفع سعر الورقة

المالية وبذلك يقل العائد المتوقع. ولذلك فإنه استنادا إلى القوة المحركة للطلب في السوق فإن الورقة المالية ذات المخاطرة الأقل ستعطي عائدا أقل بينما الورقة المالية ذات المخاطرة المرتفعة ستعطي عائدا أعلى. وهذه هي الحقيقة الأساسية في الأسواق المالية، الأوراق المالية ذات المخاطر العالية سيكون لها عائد متوقع مرتفع لجعلها جاذبة للاستثمار بينما الأوراق المالية ذات المخاطر الأقل سيكون عليها طلب حتى لو كانت تقدم عائدا أقل. وهكذا فإننا نرى أن للسندات الحكومية عائدا متوقعا قليلا جدا بينما العائد المتوقع للأسهم (المفترض أنها أكثر مخاطرة) أعلى بكثير بالمقارنة. ولذلك فإن العائد يتناسب طردياً مع المخاطرة ومن أجل تحقيق عائد أعلى فإن على المستثمرين أن يقبلوا بمخاطرة أعلى.

شكل رقم (4.2): العلاقة التعويضية بين العائد والمخاطرة



المصدر: الموقع؛ <http://www.gulfbase.com>، تاريخ التصفح: 2017/02/02.

تعتبر العلاقة بين العائد والمخاطرة ذات أهمية خاصة عند الإستثمار في الأوراق المالية، فإذا أراد المستثمر أن يحصل على عائد أعلى فيجب أن يكون مستعدا لتحمل درجة أعلى من المخاطرة.

مما سبق يرتبط عنصر العائد والمخاطرة معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد أعلى على استثماراته توجب عليه تحمل مخاطرة أعلى، والعكس صحيح، ومن جانب آخر توجد علاقة موجبة بين المخاطرة والبعد الزمني للإستثمار، فكلما طالت الفترة الزمنية المتاحة لتحقيق التدفقات النقدية التي يوفرها الإستثمار ازدادت درجة المخاطرة والعكس صحيح.

### III. القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال

باعتبار أن المستثمر المالي مرتبط بآليات تمكنه من تحقيق مختلف المشاريع التنموية ولعل أهمها الآليات التمويلية والمتمثلة أساسا في البحث عن مصادر الادخار وكذا الوسائل الكفيلة بتعبئتها لأغراض التنمية، ويعتبر القرار الاستثماري أهم وأصعب وأخطر القرارات التي يتخذها المستثمر حيث يقوم هذا القرار

على ضرورة الإعتماد على جملة من المبادئ والأسس العلمية لاتخاذ القرار بما يخدم الأهداف المراد تحقيقها من هذا الاستثمار وذلك بالاستناد إلى معلومات موثوق فيها وخاصة المعلومات المحاسبية.

### 1.3. مفهوم القرار الإستثماري

يعتبر القرار الاستثماري خطوة أولية لاختيار البدائل الإستثمارية المتاحة بغية تحقيق أكبر عائد ممكن وبأدنى مخاطرة.

#### 1.1.3. تعريف القرار الإستثماري

يعرف اتخاذ القرار بأنه إختيار بديل من بين مجموعة من البدائل لتحقيق هدف أو أهداف معينة بعد دراسة النتائج المترتبة على كل بديل وأثرها في تحقيق الأهداف.

أما قرار الاستثمار فهو بصفة عامة عبارة عن عملية اختيار بديل واحد من بين بديلين وأكثر والإلتزام بتطبيقه من أجل تحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للشركة [حنفي وقرياقص، 2000، ص: 480].

كما يعرف قرار الإستثمار على أنه اختيار البديل الإستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بديلين فأكثر والمبني على مجموعة من الدراسات المختلفة التي تسبق عملية الإختيار وتتم بعدة مراحل تنتهي بإختبار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الإستثماري [ابن مسعود، 2009-2010، ص: 30].

#### 2.1.3. خصائص عملية إتخاذ القرار الإستثماري

تتميز القرارات الإستثمارية بجملة من الخصائص أهمها [لظفي، 1998، ص: 03]:

أ. القرارات الإستثمارية لها تأثيرات طويلة الأجل: ويرجع ذلك إلى وجود فاصل زمني واضح بين حدوث النفقة الاستثمارية وجني العوائد المتوقعة خلال الفترات المستقبلية التي تتعدى السنة، وهذه الخاصية يترتب عليها العديد من المشاكل أهمها:

❖ مشكلة القيمة الزمنية للنقود: فالدينار الذي يملكه المستثمر اليوم يساوي أكثر من الدينار الذي سوف يحصل عليه أو ينفقه بعد سنة أو أكثر من اليوم، فالوقت شيء ثمين يجب أخذه في الإعتبار عند تقييم المشاريع الإستثمارية، فهو يتضمن تضحيات اليوم من أجل عوائد مستقبلية.

❖ مشكلة المخاطر وعدم التأكد: وجود وقت بين حدوث النفقة والعوائد المرتبطة بقرارات الإستثمار يحاط تقديرها بدرجة كبيرة من المخاطرة وعدم التأكد، فكلما زاد التوغل في المستقبل كلما زادت حالات عدم التأكد والمخاطرة.

❖ أثر التضخم: عندما يتم استخدام القيم الجارية في تقييم المشاريع الإستثمارية قد تبدو مربحة، ولكن إذا كان المستوى العام للأسعار متزايد خلال الزمن بمعدل أعلى من معدل الزيادة في صافي العائد للمشروع، فإن القيمة الحقيقية لتدفقات صافي العائد للمشروع سوف تكون أقل من القيم الجارية، مما يجعل المشروع غير مربح عندما تستخدم القيم الجارية في التحليل. كما لا يمكن تجاهل أثر التضخم المستورد فهو ذو آثار سلبية تعرقل برامج وخطط التنمية في الدول النامية نتيجة تضخم قيم الإستثمارات وبالتالي إنخفاض معدلات العائد.

ب. إن عملية اتخاذ القرارات الإستثمارية تتطلب استخدام تقنيات متقدمة لإتخاذ قرار القبول أو الرفض أو المفاضلة بين المشاريع محل الدراسة، حيث عادة ما يوجد نوعان من مشاكل إتخاذ قرارات الإستثمار هما:

❖ قرارات قبول أو رفض المشاريع الإستثمارية.

❖ قرارات تحديد أولويات وفضليات الإستثمار.

ولا شك أن هذه القرارات يحيط بها العديد من المشاكل، كالإختيار فيما بين المشاريع واختلاف نتائج استخدام نماذج التقييم في الترتيب والمفاضلة في حالات وجود اختلاف في مقدار وتوقيت حدوث التدفقات النقدية. إضافة إلى عدم إستقلال بعض المشاريع عن بعضها البعض كأن تكون مكملة أو حتمية لبعضها البعض، فضلا عن المشكلة الرئيسية المتعلقة بمحدودية الموارد.

ج. إرتباط القرارات الإستثمارية بمسار الإقتصاد الوطني.

### 3.1.3 تصنيف القرارات الإستثمارية

يواجه المستثمر في أسواق رؤوس الأموال ثلاثة مواقف تتطلب منه إتخاذ قرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الإستثمارية من جهة، وقيمتها من جهة أخرى، وتندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع من القرارات حسب ظروفه وظروف السوق كما يلي  
إمستر ترند؛ <http://www.my.mec.biz>، تاريخ التصفح: 06/02/2017:

**1) قرار الشراء:** يتمثل هذا القرار في رغبة المستثمر في حياة أصل مالي، ويتم اللجوء إلى هذا القرار عندما يرى المستثمر بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة تزيد عن القيمة السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقية مستقبلا. ويترتب على ما سبق تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقية في الإتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

**(2) قرار عدم التداول:** يترتب على الحالة السابقة والناجئة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة تتساوى فيها القيمة السوقية الحالية مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز الشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضاً التوقف عن البيع، فيكون للقرار الإستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تلتقي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تلتقي لديه أيضاً ولو مؤقتاً المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

**(3) قرار البيع:** بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما تتساوى القيمة السوقية الحالية مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذج الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن القيمة السوقية للأصل المالي في تلك اللحظة ما تزال أقل من القيمة الحالية للتدفقات النقدية مما يتطلب منه سعراً جديداً لتلك الأداة يزيد عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، وهكذا يرتفع السعر السوقي عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مولداً بالتالي حافزاً لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع. ذلك يخلق ظرفاً جديداً ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الإستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة الإستثمارية.

### 2.3. المقومات والمبادئ العلمية لاتخاذ القرارات الإستثمارية

إن الأنواع والأشكال المختلفة للإستثمار والموارد والإمكانات المحدودة، تستوجب على المستثمر ضرورة الإعتماد على مجموعة من الأسس والمبادئ العلمية عند اتخاذ القرار الإستثماري بما يخدم الأهداف المراد تحقيقها من الإستثمار.

#### 1.2.3. المقومات الأساسية لقرار الإستثماري

يقوم القرار الإستثماري الناجح على مقومات أساسية هي:

**(1) الإستراتيجية الملائمة للإستثمار:** يتبناها المستثمرون وتختلف هذه الإستراتيجية باختلاف أولوياتهم والتي تتأثر بعدة عوامل: الربحية، السيولة والأمان. والربحية تتمثل بمعدل العائد على الإستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما السيولة والأمان فيتوقفان على مدى تحمل المستثمر لعنصر المخاطرة.

**(2) أصناف المستثمرين:** كلما زاد العائد تزيد المخاطرة، وتبعاً لهذا سوف يكون هناك مستثمر يقبل بعائد منخفض ومخاطرة متدنية بينما يوجد مستثمر آخر لا يهاب المخاطرة يذهب إلى أبعد الحدود فيستثمر في أصول ذات مخاطرة مرتفعة مقابل عائد مغري، وعليه فإن المستثمرين يصنفون إلى ثلاثة أصناف كما يلي:

✓ **المستثمر المتحفظ:** هو الذي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة، ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.

✓ **المستثمر المضارب:** على عكس المستثمر المتحفظ، هناك نوع آخر من المستثمرين لا يهابون من المخاطرة، فيفضلون الأصول المالية ذات المخاطرة المرتفعة وذلك قصد الحصول على عوائد مرتفعة. بمعنى أن هذا الصنف من المستثمرين يعطي الأولوية لعنصر العائد مهما كانت المخاطرة المرتبطة بالإستثمار.

✓ **المستثمر المعتدل (المتوازن):** هو المستثمر الرشيد الذي يأخذ بالحل الوسط، فيوجه إهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، فلا يقبل بالربحية على حساب الأمان ولا العكس، وهكذا يكون قراره الإستثماري في أصول مالية ذات عائد ومخاطرة معقولين.

### 2.2.3. المبادئ العلمية لاتخاذ القرارات الإستثمارية

عند اتخاذ قرار استثماري لا بد من أخذ عاملين بعين الاعتبار [ أبو وطفة، 2009، ص: 41-42]:

**العامل الأول:** أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية. ولتحقيق ذلك لابد من إتخاذ الخطوات التالية:

- ✓ تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.
- ✓ تجميع المعلومات اللازمة لإتخاذ القرار.
- ✓ تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة.
- ✓ اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسب للأهداف المحددة.

**العامل الثاني:** يجب على متخذ القرار الإستثماري أن يراعي بعض المبادئ عند إتخاذ القرار منها [السبيعي، 2012، ص: 30]:

**(1) مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية:** يستمد هذا المبدأ أصوله من حقيقة أن الفوائد النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو الشركة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب

هذه الفوائد كثيرة في معظم الأحيان، لذلك يفترض بمتخذ القرار الاستثماري اختيار ما يناسبه ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار.

**(2) مبدأ الخبرة والتأهيل:** إن عملية الإختيار بين البدائل المتاحة تتطلب إجراء دراسة معينة تقوم وفق أسس ومناهج علمية دقيقة، وتعتمد على معلومات وافية وسليمة للتمكن من الوصول إلى تحقيق الفعالية والرشادة في اتخاذ القرار.

لذا من أجل الوصول إلى قرار إستثماري سليم، فلا بد من توفر مستوى معين من الدراية والخبرة والتي قد لا تتوفر لدى كل المستثمرين، فقد نجد أن البعض منهم تتوفر لديهم الأموال ويرغبون في استثمارها، ولكن لا يملكون الخبرة والدراية الكافية في اختيار البديل الإستثماري المناسب، وفي المقابل توجد فئة معينة ينصب عملهم على تقديم الإستشارات الإقتصادية للمستثمرين، لذا فعلى المستثمر عديم الخبرة أن يستعين في اتخاذ قراره الإستثماري على هذه الفئة من المستشارين والمحليين المختصين حتى ولو كلفه هذا دفع أتعاب مقابل الخدمات التي يؤدونها.

من بين أهم المبادئ التي يجب على المستثمر أن يهتم بها عند اتخاذ قراره الاستثمار "المعلومات" إذ تمثل العنصر الرئيسي والحاسم في اتخاذ القرار، فالمعلومات هي التي تمكنه من الحكم على جدوى الاستثمار ومدى ملائمته لأهدافه الاستثمارية، والمخاطر التي قد يتعرض لها والعائد الذي يمكن أن يحصل عليه، والاستفادة من المعلومات كما ذكرنا تتوقف على قدرة المستثمر الفنية على تحليل البيانات وإلا فعليه اللجوء إلى المختصين وذوي الخبرة للإسترشاد بنصائحهم.

تتوفر المعلومات من خلال ما تصدره الشركة المعنية من نشرة الاكتتاب أو مذكرة المعلومات التي يجري إعدادها طبقاً للقواعد التي سيتم مناقشتها فيما بعد.

**(3) مبدأ الملائمة:** يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الإستثماري المناسب بين عدد من البدائل المقترحة، ويسترشد في تطبيقه بمنحى تفضيله الإستثماري الذي يقوم على فرضية مفادها أن لكل مستثمر نمط معين يحدد درجة اهتمامه اتجاه العناصر الأساسية في قراره الإستثماري المتمثلة في العائد المتوقع، درجة المخاطرة، درجة الأمان والسيولة.

**(4) مبدأ التنوع "توزيع المخاطر الإستثمارية":** إن الإستثمار عملية مرتبطة بالمستقبل وتتطوي على درجة معينة من المخاطر، وعليه فإن درجة المخاطرة تكون مختلفة ومتفاوتة من إستثمار لآخر، كما أن مسبباتها قد تختلف تبعاً لذلك. لذا يقوم المستثمر بتنوع أدوات استثماره بهدف توزيع المخاطر الاستثمارية وتحقيق أفضل عائد ممكن لهذه الاستثمارات، بحيث يتم الاعتماد على مبدأ الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول

إلى أفضل مزيج للأدوات الإستثمارية بعد دراسة كافة العوامل والمتغيرات الأخرى والاستمرار بمراقبتها سواء كانت تطورات اقتصادية، المناخ الإستثماري، أو معايير الإستثمار المتبعة دولياً.

يشير المثل القائل: "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة"، إلى خطورة وضع كل الأموال وإستثمارها في نوع واحد من القنوات الإستثمارية المتاحة، ويشجع بالتالي على حماية الإستثمارات من المخاطر المحتملة التي قد تلحق بها عن طريق تنويعها.

مما سبق يتضمن القرار الإستثماري تحديد الهدف من الإستثمار ثم تحديد الأداة أو المزيج من الأدوات المالية المرغوبة، سواء كانت أسهم أو سندات أو كليهما، وقرار الإستثمار في الأسهم يعني بالدرجة الأولى إستعداد المستثمر للدخول في استثمار طويل الأجل يتمثل في شراء حصة أو نصيب في رأس مال شركة ما يجري إختيارها بدقة، بهدف المساهمة فيها والمشاركة في إدارتها وتحمل مسؤولياتها ومخاطر السوق المحيطة بها، والعمل على تعظيم أرباحها وبالتالي تعظيم العائد على استثماره في المستقبل.

أما الإستثمار في السندات فهو القرار بالموافقة على إقراض الشركة المصدرة لهذه السندات بهدف الحصول على عائد مؤكد بدرجة عالية من اليقين وثابت طوال فترته الزمنية، ويناسب الإستثمار في السندات المستثمر ذو المدخرات القليلة نسبياً، وغير القادر على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية.

في كلا الحالتين القرار الإستثماري لا يعد مثالياً نظراً لارتفاع درجة المخاطرة نتيجة التركيز في أصل واحد أو عدد محدود من الأصول إذا ما قورن بما يمكن الحصول عليه من عوائد إذا ما تنوعت الإستثمارات في محفظة متنوعة الأصول ومختلفة الأنواع يتم تكوينها بطريقة متوازنة. وتلعب المعلومات دوراً حاسماً من حيث الأهمية عند إتخاذ أي قرار إستثماري بشرط أن تكون هذه المعلومات صحيحة ودقيقة، وهو ما يشترطه القانون والقواعد واللوائح المنظمة لأسواق رؤوس الأموال، ويتم توفيرها من خلال أدوات الإفصاح كالقوائم المالية والتقارير السنوية وغيرها.

### 3.3. أثر جودة المعلومات المحاسبية على القرارات الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال

تلعب المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رؤوس الأموال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وهي العملية التي تتطلب عنصراً أساسياً ألا وهو المعلومات بمختلف أنواعها لا سيما منها المعلومات المحاسبية التي تستعمل أكثر باعتبارها تتميز بخصائص نوعية وهي أكثر فاعلية تجعلها مفيدة في صنع الكثير من القرارات والوصول إلى الحلول المناسبة، فهي تتميز بكونها كمية وقابلة للتحقق من صحتها.

## 1.3.3. مفهوم جودة المعلومات المحاسبية

يستخدم لفظ المعلومات للدلالة على بيانات تم تجهيزها أو تحويلها لكي تصبح ذات منفعة لطرف يحتاج إليها، فالمعلومات هي مجموعة من الأخبار تحمل معارف أو علم حول موضوع شيء معين.

تعرف المعلومة بأنها عامل من عوامل الإنتاج ومصدر أساسي لكل القرارات. كما أنها عبارة عن حقائق أو بيانات أو ملاحظات [ بن فرج، 2013-2014، ص: 27].

أو هي البيانات التي تمت معالجتها بحيث تصبح ذات دلالة معينة من وجهة نظر مستخدميها عند اتخاذ القرار [ الهلي، 2008-2009، ص: 17].

تعرف المعلومات المحاسبية بأنها: "كل المعلومات الكمية وغير الكمية التي تخص الأحداث الإقتصادية التي تتم معالجتها والتقرير عنها بواسطة نظم المعلومات المحاسبية في القوائم المالية المقدمة للجهات الخارجية وفي خطط التشغيل والتقارير المستخدمة داخليا" [ حامدي، 2010-2011، ص: 90].

يقصد بمفاهيم جودة المعلومات تلك الخصائص التي يجب أن تتسم بها المعلومات المحاسبية، والمعبر عنها بالفائدة المرجوة من إعداد التقارير المالية في تقييم نوعية المعلومات، التي تنتج عن تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية البديلة.

تعني الجودة في هذا المجال مصداقية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية، وما تحققه من منفعة للمستخدمين، ولتحقيق ذلك يجب أن تخلوا من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية والفنية، بما يحقق الهدف من استخدامها [ صايحي، لا توجد سنة النشر، ص: 08].

مما سبق يمكن تلخيص أهم الخصائص التي تجعل المعلومات المحاسبية مفيدة في الجدول التالي:

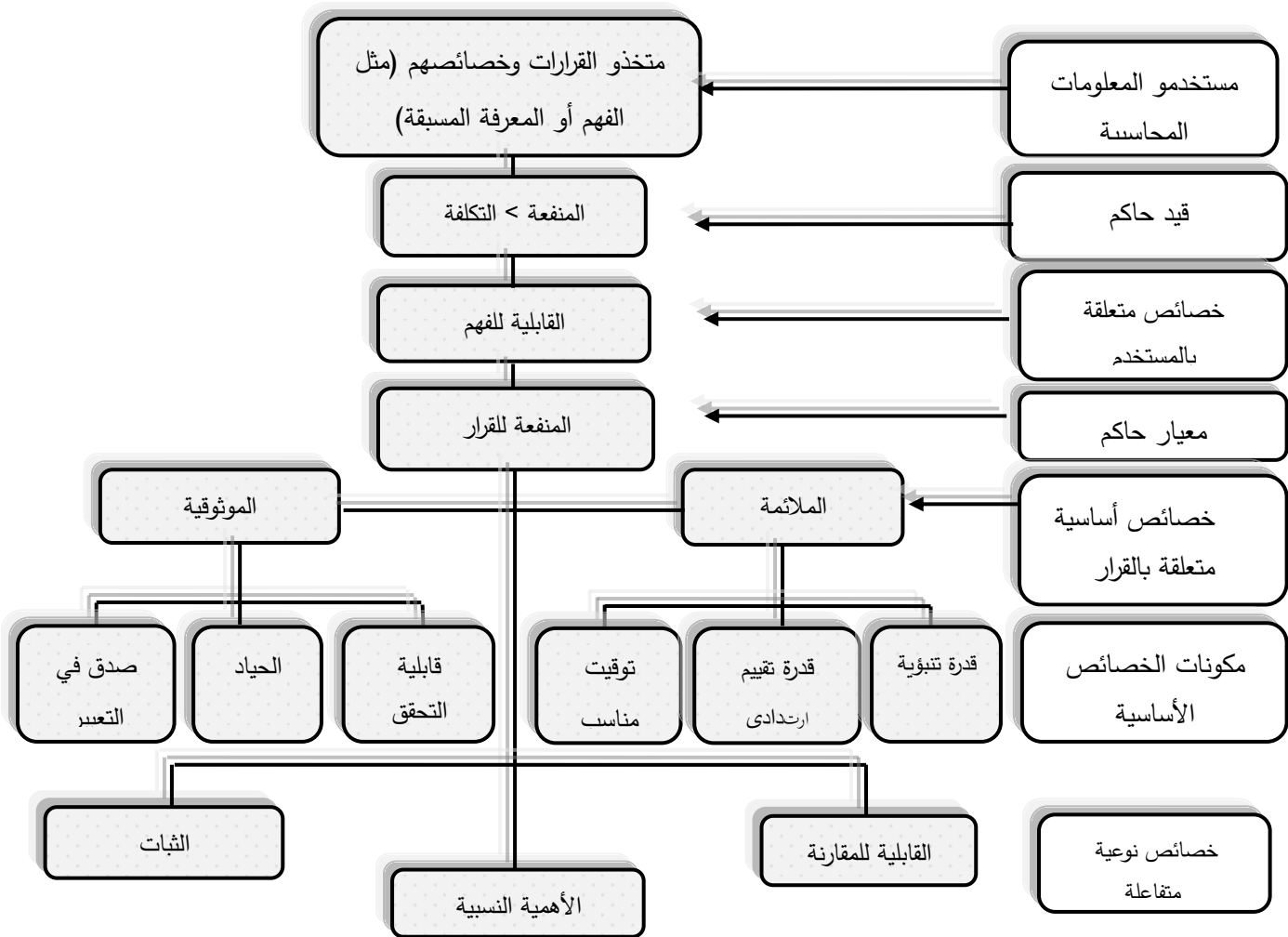
الجدول رقم (2.2): خصائص المعلومات المحاسبية المفيدة

البيان	الخصائص
المعلومات تكون ملائمة إذا عملت على تخفيض حالة عدم التأكد لدى متخذي القرارات	الملائمة
المعلومات تكون ذات ثقة إذا كانت متحررة من الأخطاء والتحيز	الثقة
المعلومات تكون متكاملة إذا لم تحذف أي تأثيرات مهمة للأحداث أو الأنشطة القابلة للقياس	التكامل
إذا توفرت في الوقت الملائم ليتمكن متخذي القرار من إستعمالها في الوقت المحدد	الوقت الملائم
إذا قدمت بشكل مفيد	القابلية للفهم
أي القدرة على الوصول إلى نفس النتائج من قبل أكثر من شخص إذا استخدموا نفس الأساليب في قياس المعلومة المحاسبية.	قابلية التحقق

المصدر: بن فرح زوينة؛ المخطط المحاسبي بين المرجعية النظرية وتحديات التطبيق، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2013-2014، ص: 36.

والشكل التالي يبين الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية كما قدمها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB سنة 1980 بعنوان: "الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية"، وهي الدراسة الأكثر شمولية وأهمية، حيث قامت بتغطية شاملة لآلية الإعراف والقياس والإفصاح لعناصر القوائم المالية.

الشكل رقم (5.2): الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية



المصدر: بوفروعة سوفيان؛ نظام المعلومات المحاسبي ودوره في تسيير المؤسسة الإقتصادية- دراسة حالة مجمع ايناجوك فرع الظاهير، مذكرة ماجستير في علو التسيير- تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، 2011-2012، ص: 28.

من خلال الشكل تعد ملائمة المعلومات وإمكانية الإعتماد عليها أو درجة الثقة بها من أهم الخصائص التي حددها مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي. ومن العوامل المهمة أيضا أن مستوى جودة المعلومات لا يعتمد فقط على الخصائص الذاتية للمعلومات من الملائمة والموثوقية بل يعتمد أيضا على خصائص تتعلق بمتخذي القرارات كمستخدمي المعلومات. وتعتمد فائدة المعلومات لمتخذ القرار على عوامل كثيرة تتعلق بمجال الإستخدام، مثل طبيعة القرارات التي يواجهها وطبيعة النموذج المستخدم، وطبيعة ومصادر المعلومات التي يحتاجها، ومقدار ونوعية المعلومات السابقة المتوفرة، والمقدرة على تحليل المعلومات ومستوى الفهم والإدراك المتوفرة لدى متخذ القرار.

نلاحظ أن خاصية منفعة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار تأتي على قمة الخصائص وتمثل هذه الخاصية القاعدة العامة التي تعتمد على خاصية الملائمة وخاصية الموثوقية. ولكي تكون المعلومات ملائمة يلزم توافر مجموعة من الخصائص الفرعية:

- أن تكون للمعلومات قدرة تنبؤية.
- وصول المعلومات إلى مستخدميها في التوقيت المناسب.
- أن يكون للمعلومات قدرة على التغذية المرتدة.
- ولكي يمكن الإعتماد على المعلومات والوثوق بها يلزم أيضا توفر مجموعة من الخصائص الفرعية هي:
- إعداد المعلومات بحيث تعبر بصدق عن الظواهر والأحداث.
- أن تكون المعلومات قابلة للإثبات وبالإمكان التحقق من سلامتها.
- أن تكون المعلومات حيادية وغير متحيزة وتعرض الحقائق غير منقوصة.
- قابلية المعلومات للمقارنة وما يتطلبه ذلك من ثبات في تطبيق الطرق والأساليب المحاسبية تعتبر خاصية متداخلة مع خاصيتي الملائمة والموثوقية.

هناك محددان رئيسيان لاستخدام الخصائص السابقة هما:

(1) إختبار مستوى الأهمية.

(2) إختبار التكلفة / العائد.

يغلب على هذين القيدتين الصفة الكمية على خلاف الخصائص السابقة، فالأهمية النسبية لكل خاصية سوف تحدها الظروف كما أنها سوف تختلف من شخص إلى آخر. فعادة ما يحدد مستخدم المعلومات طبيعتها وأهميتها بالنسبة له. كما أن قابلية المعلومات لفهم لا تعتمد على الخصائص المتعلقة بذات المعلومات بل تعتمد أيضا على خصائص أخرى تتعلق بمستخدمي المعلومات المحاسبية مثل: مستوى التعليم والإدراك وكمية المعلومات السابقة المتوفرة لديهم، وهذا ما يفسر لنا كون خاصية قابلية المعلومات للفهم كحلقة وصل بين خصائص المعلومات وخصائص مستخدميها. لذلك يقع على عاتق معدي التقارير المالية مهمة الموازنة بين الرغبات والصفات المتعددة والمتباينة لمستخدمي هذه التقارير.

### 2.3.3. أهم المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمر في الأوراق المالية

يوجد العديد من المعلومات المحاسبية التي تؤثر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية وتؤثر على حركة تداول الأوراق المالية ويتطلب الأمر نشر هذه المعلومات طالما أن المنفعة المتحققة منها تفوق تكلفة النشر، ويعتبر كل من ربح السهم والمبيعات من أهم مفردات المعلومات المحاسبية اللازمة لاتخاذ القرارات

الإستثمارية، كما أن البيانات المتعلقة بالتدفقات النقدية لها علاقة وثيقة بالتنبؤ بتوزيع الأرباح وتكون ذات أهمية في اتخاذ قرارات الإستثمار وتتمثل هذه المعلومات فيما يلي [نشنش، 2009، ص: 12]:

❖ **الربح المحاسبي:** يعتبر الربح من المعلومات المحاسبية التي تؤثر في قرارات الإستثمار في الأوراق المالية سواء بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ به، ويعتبر الربح من المعلومات التي توضح القدرة الكسبية للشركة، والتي تعطي مؤشر يبين مدى كفاءة الشركة في استخدام الموارد المتاحة لها خلال الفترة السابقة، وتمدنا أرقام الربح المحاسبي بمعلومات عن التدفقات النقدية خلال الفترة، بالإضافة إلى أن التغير في الربح السنوي يرتبط بالتغير في أسعار الأسهم، وعلى ذلك يمكن القول أن الربح المحاسبي الدفترية يمثل عاملا مهما في أسعار الأسهم؛ ويستخدم الربح المحاسبي في استخراج العديد من النسب والمؤشرات مثل العائد على الإستثمار، ربح السهم والتوزيعات التي تستخدم في المجالات المتعلقة بالمقارنة بين الشركات المتماثلة في التنبؤ بأسعار الأسهم.

لكي تكون المعلومات المتعلقة بالربحية مؤثرة على قرارات الإستثمار في الأوراق المالية فإنها يجب أن تكون متاحة للجميع وأن تنشر بصفة منتظمة ودورية ويتم إعدادها وفقا لقواعد وأسس ثابتة من عام لآخر كما يجب توفيرها لمدة سابقة لا تقل عن خمس سنوات حتى يتم استخدامها كأساس للتنبؤ والمقارنة، كما يعتبر الربح المحاسبي من أهم المعلومات التي تؤثر على قرارات المستثمر في سوق رؤوس الأموال حيث تؤثر على قيمة السهم لما لها من أثر على ربح السهم وكذلك على القيمة الدفترية للسهم وذلك بتأثيرها على الأرباح المحتجزة التي تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية للسهم.

❖ **ربح السهم:** يمثل نصيب المساهم (المستثمر) من الثروة المجمعة في نهاية كل سنة سواء تم توزيع جزء منها في شكل قسيمات (كوبونات) أو تم احتجازها في صورة احتياطات وقد اعتبر ربح السهم من أهم المعلومات المحاسبية التي تؤثر على قرارات الإستثمار، ويعتبر هذا الربح ذا فائدة لحملة الأسهم لأنو يعكس نصيب السهم في أصول الشركة كما أنه يعتبر مؤشرا مقبولا للدلالة على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الجارية.

❖ **توزيعات الأرباح:** يتأثر سلوك المستثمر في التعامل بالأوراق المالية ليس فقط بالأرباح التي تحققها الشركة ككل أو بربح السهم ولكنه يتأثر أيضا بقرارات توزيع هذه الأرباح فالسعر الذي يرغب المستثمر في الشراء أو البيع به يتوقف على العائد المتوقع الذي يمكن أن يحققه السهم في المستقبل وعلى درجة التأكد من تحقيق العوائد وبقائها ومن أهم هذه العوائد الأرباح الموزعة على الأسهم سواء كانت نقدا أو في شكل أسهم ممنوحة، كما أن معرفة المستثمر بقرارات توزيع الأرباح والأسباب التي تبنى عليها مثل هذه القرارات تعتبر من المعلومات الهامة التي تؤثر على سلوكه في مجال التعامل بالأوراق المالية

وتعتبر الأرباح المحققة والموزعة عاملا مؤثرا للتدفقات النقدية للشركة بالإضافة إلى دلالتها على مستوى التشغيل في الشركة.

### 3.3.3. المعلومات الداخلية وأثرها على قرارات المستثمر في الأوراق المالية

تمثل المعلومات الداخلية كافة المعلومات المرتبطة بالبيئة الداخلية للشركة وتتضمن كافة أنواع البيانات والتقارير المتعلقة بالوضع الداخلي والتي لا تتوفر لجميع المستثمرين، وهذه المعلومات توفر لحائزها إمكانية تحقيق أرباح غير عادية نتيجة استخدامها في التعامل في اتخاذ قراراته ويمثل هذا الوضع ضررا لبعض المستثمرين وتتضمن المعلومات الداخلية على سبيل المثال ما يلي [نشنس، 2009، ص: 12]:

- خطط الإدارة اتجاه توزيع الأرباح ونسبة التوزيع وكذلك الأشكال المقترحة للتوزيعات سواء كانت نقدا أو في شكل أسهم ممنوحة، وحصول بعض المستثمرين على معلومات ومؤشرات أولية حول النسب المقترحة للتوزيع وشكل التوزيع يؤثر على عمليات التداول مما يؤثر على أسعار الأسهم ويؤدي إلى إرباك السوق.

- خطط الشركة المستقبلية نحو النمو أو التوسع أو التنوع ومصادر التمويل المقترحة لإتمام ذلك مما يكون له أثر على قرارات التوزيع من ناحية بالإضافة إلى أثره على الإلتزامات المستقبلية والهيكل التمويلي بالنسبة للشركة. فإذا كانت هذه المعلومات تتصف بالجودة واستطاعت فئة قليلة من المستثمرين الحصول عليها بطريقة أو بأخرى، فإنها توفر لحائزها فرصة كبيرة لجني منافع معتبرة، على حساب مستثمرين آخرين، من جراء إستغلالها في صنع قراراتهم بشأن التعامل الذي يخص أسهم وسندات الشركة المعنية. ويمكن القول أن لهذه المعلومات أثر مزدوج على قرارات المستثمرين.

يكون أثرها إيجابيا على فئة المستثمرين الذين يتمكنون من الحصول عليها، لأنها تسمح لهم بتحقيق أرباح أو تجنب خسائر من جراء الإقدام على قرار الإستثمار المالي المناسب، المتوصل إليه بفضل الإطلاع على تلك المعلومات الإضافية. ويكون أثرها سلبيا على أولئك المستثمرين المفقدين لهذا النوع من المعلومات لأن قراراتهم تكون مبنية على معلومات أقل شمولاً وبالتالي أقل ملائمة، وهذا الوضع يجعلهم يحققون أرباحا ضئيلة أو لا يحققون أرباحا أصلا أو يقعون في خسائر.

- كفاءة الإدارة وسمعتها، وذلك من خلال قدراتها على تحقيق أرباح للشركة، علاقتها بالعاملين والموردين في الفترات الحالية والماضية واحتمالات المستقبل، قدرتها على التكيف مع المتغيرات الخارجية والداخلية للبيئة المحيطة، التغيرات التي تحدث في مجلس الإدارة احتمالاتها المستقبلية وآثارها المختلفة وكيفية تعاملها مع المخاطر المنظمة وغير المنظمة.

ولهذه المعلومات آثار عديدة على المستثمرين وعلى كفاءة سوق رؤوس الأموال، فمن ناحية أثرها على المستثمرين نجد أن حصول البعض على هذه المعلومات من شأنه خلق عدم التكافؤ في الحصول على

المعلومات ما يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية لفئة على حساب فئة أخرى، كما ستقوم الفئة التي لديها المعلومات بالعمل على عدم إتاحتها للآخرين مما يؤدي إلى مضاربة غير عادلة في السوق بالإضافة إلى أنها قد تدفع بعض المستثمرين إلى اتخاذ قرارات غير سليمة متعلقة باختيار البدائل الإستثمارية وبالتالي تحملهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة.

أما بالنسبة لأثرها على السوق نجد أنها تعتبر من أهم عوائق تطوير ورفع كفاءة سوق رؤوس الأموال، حيث أنها تؤدي إلى خلق نوع من الإرباك والفوضى لمستوى الأداء داخل السوق، وإحداث تعاملات لا تستند إلى أسس صحيحة، كما أن حدوث تداول غير عادي لأسهم شركة معينة بناء على معلومات داخلية يكون من شأنها التأثير على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى حيث يسارع المستثمرون لإتمام عمليات شراء وبيع غير سليمة يكون لها تأثير سلبي على اتجاه الأسعار للشركات الأخرى المسجلة. ولهذه الأسباب دور هام في حصول الوحدات الإقتصادية في الدولة على مصادر التمويل الخارجي وعمليات الإقتراض، لأن الكثير من مؤسسات الإقتراض تطلب العديد من المعلومات الداخلية المتعلقة بأداء الشركة قبل إتمام عملية التمويل، كما أن توافر أو نقص هذه المعلومات من شأنه التأثير على انسياب وتدفق حجم الإستثمارات الأجنبية داخل الدولة وذلك لأن معظم المستثمرين الأجانب يهتمهم الحصول على معلومات كاملة تتعلق بقيمة الأسهم الحقيقية والمراكز المالية السليمة لهذه الشركات.

### 4.3.3. أهمية المعلومات المحاسبية

لقد أثبتت العديد من البحوث والدراسات أن المعلومات المحاسبية هي أحد العناصر الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، كما أظهرت تلك البحوث أن المستثمرين يستجيبون بصورة فورية لأية معلومات جديدة يتم نشرها، وعلى الرغم من أن المعلومات المحاسبية ليست هي العنصر الوحيد المؤثر في اتخاذ القرارات الاستثمارية أو تقييم المحافظ الاستثمارية إلا أنها تشكل بعدا مهما وأساسيا في هذا الصدد للأسباب التالية [الجميلي؛ <https://kitab.com>، تاريخ التصفح: 2017/02/07]:

- تمثل المعلومات المحاسبية جزءا أساسيا من المعلومات التي تسهم في تحديد أسعار الأسهم والسندات وفي التنبؤ بالمؤشرات المستقبلية لأسواق رؤوس الأموال.
- إن المعلومات المحاسبية الواردة في القوائم المالية هي من أهم مصادر المعلومات التي يستخدمها ثلاث مجموعات من المستخدمين، هم الأفراد المستثمرون ومؤسسات الاستثمار والمحللون الماليون.
- إن توافر المعلومات المحاسبية واختلاف القدرة على تحليل هذه المعلومات بدقة ثم استخدام نتائج التحليل في اتخاذ القرارات الاستثمارية الجديدة يشكل عاملا مهما في تدفق الاستثمارات، كما يؤثر في تقلبات أسعار الأوراق المالية، وفي احتساب معدلات المخاطرة، ومن ثم يؤثر في قرار تنويع المحفظة.

إن أسواق رؤوس الأموال لن تستطيع القيام بدورها بكفاءة وفعالية إلا في ظل وجود نظام جيد للمعلومات يعد الأساس الذي سيبني عليه المستخدم كافة قراراته، ومن هنا تتضح أهمية دور المعلومات المحاسبية في ترشيد القرارات الإستثمارية للمتعاملين في سوق رؤوس الأموال عن طريق توفير مجموعة من المعلومات الملائمة وذات المصدقية التي تساعد المستثمرين في تقييم البدائل الإستثمارية واختيار البديل الأفضل وما يترتب على ذلك من التوزيع الأمثل للموارد الاقتصادية، وتعطي أسواق رؤوس الأموال العالمية أهمية كبرى لإعداد المعلومات المحاسبية ونشرها بصفة دورية للمستثمرين.

تكون المعلومات المحاسبية ملائمة عندما تكون قادرة على التأثير على قرار المستخدم لها، من خلال مساعدته على التنبؤ أو تمكنه من الحصول على معلومات مستقبلية أو حالية، إضافة إلى أن المعلومات لكي تكون مفيدة يجب أن تكون محايدة في تقييمها للعناصر المادية وغير المادية الظاهرة في القوائم المالية، وقد عرف مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB,1980) بأن الحيادية في المحاسبة تعني خلو معلوماتها من التحيز المتعمد لتحقيق نتيجة محددة سلفاً، وقد اعتبرت الجمعية الأمريكية للمحاسبة (AAA,1986) أن التحرر من التحيز هو أحد المعايير الأساسية في نظرية المحاسبة، وأن وجود تحيز في عرض المعلومات المحاسبية وإن كان يخدم مصالح فئة معينة من مستخدمي المعلومات المحاسبية، قد يضر بمصالح بعض الفئات الأخرى من مستخدمي هذه التقارير، كما يرى (Solomons,1978) أن المعلومات المحاسبية يجب أن تعرض الحقائق بدون النظر إلى الآثار السلوكية التي قد تحدثها هذه الحقائق، كذلك يجب أن تكون قابلة للتحقق ولا تخدم فئة من المستخدمين على حساب أخرى وهذا يجسد خاصية الموثوقية [الزبيدي، 2010، ص: 111].

ومن هنا يمكن القول بأن القوائم المالية تلعب دوراً أساسياً في سوق رؤوس الأموال لما توفره من معلومات محاسبية يعتمد عليها المستثمر في تحديد أسعار الأسهم على أساس سليم حيث تقوم القوائم المالية بتوفير معلومات تهم المستثمر تتمثل فيما يلي:

- توفير المعلومات التي تفيد المستثمرين الحاليين والمرقبين وغيرهم من مستخدمي المعلومات في ترشيد القرارات الإستثمارية.
  - توفير المعلومات الملائمة التي تساعد المستخدمين الحاليين والمرقبين وغيرهم في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ووفق ذلك يتم اتخاذ القرار المناسب.
  - توفير معلومات عن الموارد الاقتصادية للشركة والتزاماتها والتغيرات التي قد تطرأ على تلك الموارد والالتزامات.
  - توفير معلومات تفيد في تقييم أداء الشركة.
- تعد القوائم المالية هي الوسائل الأساسية لتوصيل المعلومات المحاسبية المهمة إلى المستخدمين

لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم، ويعتمد المستثمرون والمستخدمون الآخرون بصورة كبيرة عند اتخاذهم القرارات على القوائم المالية التالية:

- (1) قائمة الدخل: حيث يتم في هذه القائمة تلخيص الإيرادات المحققة والمصروفات التي صرفت في المشروع خلال مدة معينة، والفرق بين الإيراد والمصروف يمثل صافي الدخل.
  - (2) قائمة حقوق الملكية: حيث تبين هذه القائمة التغيرات في رأس مال الشركة خلال مدة زمنية محددة.
  - (3) الميزانية العمومية (قائمة المركز المالي): وهي توضح المركز المالي للمشروع، وتوضح هذه القائمة ممتلكات المشروع أو أصوله التي تساوي الالتزامات على المشروع وحقوق الملكية.
  - (4) قائمة التدفقات النقدية: ترتكز هذه القائمة على السيولة النقدية والتدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع، ويمثل صافي التدفقات النقدية الفرق بين التدفقات الداخلة والخارجة من المشروع.
- كما أن المعلومات المحاسبية تهدف إلى التأثير على سلوك مستخدميها، وأصبحت فاعلية المعلومات المحاسبية تتحدد بالدرجة التي تؤثر بها على سلوك واتجاهات متخذي القرارات، فهي تساعد مستخدميها وخاصة المستثمرين في سوق رؤوس الأموال على إزالة شعورهم بالقلق الناتج عن التعامل في بيئة تتصف بالمخاطرة، وإن درجة تأثير المعلومات المحاسبية على مستخدميها يتوقف على:
- أ. كمية المعلومات المتاحة.
  - ب. توقيت توفر المعلومة.
  - ج. طريقة عرض المعلومة.
  - د. مدى ملائمة المعلومات للاحتياج.
  - هـ. الخبرة والقدرة الإدراكية لمتخذي القرار.

كما توفر المعلومات القدرة في توقع العائد المبني على أساس مستوى مخاطرة معينة لورقة أو محفظة استثمارية، وتمكن المستثمر بالنتيجة من تحديد القيمة المحورية أساس القرار الاستثماري، لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أن قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية [دبون وحجاج؛ univ-ouargla.dz، تاريخ النصف: 07/02/2017].

يعود توافر المعلومات المحاسبية اللازمة لاتخاذ القرارات الإستثمارية في الأوراق المالية بالفائدة على كل من المستثمر والشركة المصدرة للأوراق المالية والمجتمع، فتوافر المعلومات عن مركز الشركة يؤدي إلى بث الإطمئنان لدى المستثمر مما يدفعه إلى توجيه استثماراته نحو الإستثمار الأمثل، وهذا يساعد الشركة في

تجميع الأموال اللازمة لها مما ينعكس على فعاليتها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل النمو الإقتصادي في المجتمع.

تختلف المعلومات المحاسبية باختلاف طبيعة الشركات المصدرة للأوراق المالية من حيث كونها شركات قائمة بالفعل أو شركات تحت الإنشاء، فإذا كانت الشركة تحت الإنشاء نجد أن المستثمر يحتاج المعلومات الكافية والواضحة عند الإكتتاب وذلك عن طبيعة نشاط الشركة وأهدافها والعوائد التي يمكن أن يجنيها بالإستثمار في أوراقها المالية وكذلك الجدوى الإقتصادية من إنشائها.

### 4.3. مداخل الإستثمار في الأوراق المالية

توجد ثلاث مداخل للإستثمار في الأوراق المالية، خصوصا الأسهم العادية وذلك من ناحية اختيار الأسهم وتوقيت شراءها، وهذه المداخل هي [ عطية، 2014-2015، ص: 158-159]:

#### 1.4.3. مدخل المقطع العرضي

يعرف هذا المدخل بالإدارة السالبة للإستثمار لأن المستثمر يساير حالة وضع الشركات الكبيرة على اعتبار أنها تنمو مع الاقتصاد المحلي وتتراجع معه، وحيث أن أسعار أسهم هذه الشركات تتحدد بناء على آراء العديد من الخبراء والمحللين، ولذلك فإن المستثمر يتجنب الأسهم المصدرة حديثا أو التي تتذبذب أسعارها بصورة مستمرة، ويركز نشاطه على أسهم الشركات الرائدة في السوق، ويمتاز هذا المدخل بالسهولة ولا يلجأ إليه سوى الأشخاص الذين لا تتوافر لديهم الإمكانية أو الرغبة في التحليل، ولذلك فإن هذا المدخل لا يتطلب أي دور للمحلل المالي، وقد سمي بمدخل المقطع العرضي لأنه يركز على الإستثمارات في عدد محدود من الأسهم القيادية في مختلف القطاعات.

#### 2.4.3. مدخل التوقعات

يمكن تقسيم هذا المدخل إلى قسمين، الأول يتعلق بالتوقعات القصيرة الأجل، وهي السائدة في معظم أسواق رؤوس الأموال، حيث يقوم المستثمر بشراء الأسهم وفقا لتوقعات أرباحها خلال فترة لا تتجاوز السنة، ولا شك أن حصر التوقعات لفترة قصيرة لا يمكن الاعتماد عليه بسبب الاحتمالات القوية لتغير الظروف، إلا أن قيمة السهم الفعلية لا تعتمد على أرباحه لسنة أو حتى لسنتين ولكن على المعدل المتوقع للقوة الإيرادية للشركة وتوزيعاتها النقدية لعدد مناسب من السنوات، أما القسم الثاني فإنه يتعلق بالتوقعات طويلة الأجل، أي أن المستثمر يختار أسهم الشركات التي يتوقع فيها مستقبلا جيدا من ناحية الأرباح، ويطلق على هذه الأسهم مصطلح أسهم النمو، والشركة الناجحة هي التي تتحرك إيراداتها من مرحلة إلى أخرى، شبه بعض المحللين

دورة حياة الشركة بحرف "S"، أي أنها تبدأ بسلسلة من النضال والتقهقر المؤقت وبعد ذلك رواج ونمو مستمر، وأخيرا كهولة وشيخوخة حيث يتوقف النمو وتفقد الشركة مركز القيادة.

من هذا المنطلق فإن الشركة التي تتمتع بسجل طويل من الإيرادات قد تقترب من نقطة التشبع الخاصة بها وهذا أمر لا بد منه، وبالتالي يواجه المستثمر الذي يبحث عن أسهم النمو مشكلة كبيرة، فإذا اختار أسهم الشركات الجديدة فقد يواجه خطر كون رواجها مؤقت، وإذا اختار أسهم الشركات القديمة، فقد تكون مرحلة الكهولة وبالتالي فإن القوة التي تتمتع بها لا تخرج عن كونها ستارا لضعف قريب.

نلاحظ مما سبق أن تحديد الشركات النامية ليس بالأمر السهل كما يبدو من أول وهلة ولا يمكن تحقيقه عن طريق التحليل العادي للبيانات المنشورة عن الشركة ولذا يفضل المستثمرون شراء أسهم الشركة التي تقوم بالأبحاث الصناعية على نطاق واسع، والأهم من ذلك هو تحديد الثمن الذي يدفع لشراء أسهم النمو، للأسف لا توجد إجابة كافية على هذا السؤال وحتى لو عرف المستثمر الإيرادات التي ستحققها الشركة النامية في المستقبل، ما زال من المستحيل عليه أن يحدد السعر العادل الذي يدفعه الآن، ومتى دفع المستثمر مبلغا كبيرا مقابل عنصر النمو، فهو بلا شك يتحمل بعض المخاطر مثل أن يكون النمو أقل من المتوقع وأن يقيم السوق هذه الأسهم بقيمة منخفضة ولمدة طويلة مثلا.

ومن الناحية الأخرى، لو فرضنا أن المستثمر يحاول تجنب دفع علاوة وذلك باختيار الأسهم التي يعتقد أنها في طريق نموها ولكن باقي المستثمرين لا يشاركون هذا الإعتقاد، ولا شك أن المستثمر لو نجح في ذلك فإنه سيحقق فوائد كبيرة، إلا أن هذه الطريقة تستلزم نوعا خاصا من المستثمرين يمتاز بجرأة وقوة في نفس الوقت ينجح في قوة التفكير وينجح أيضا في استخدام الكثير من المعايير المتعارف عليها.

### 3.4.3. مدخل هامش الأمان

يقوم هذا المدخل على أساس مبدأ أو هامش الأمان، فإن كان المحلل أو المستثمر على ثقة بأن سهما عاديا يساوي أكثر من السعر المعروف، وكان متفائلا بخصوص مستقبل الشركة، فإن هذا السهم يعتبر مناسباً للاستثمار، ولهذا المدخل طريقتين رئيسيتين وهما:

#### أولاً: الشراء المنخفض والبيع المرتفع

تعتمد هذه الطريقة إلى شراء الأسهم العادية في الأوقات التي تكون فيها الأسعار منخفضة بصفة عامة مع قصر الشراء على الأسهم الفورية، وبعبارة أخرى، فإن هذه الطريقة تعمل على الاستفادة من التقلبات

العامّة في سوق رؤوس الأموال، ودراسة منحنى الأسعار في البورصة يظهر عادة وجود ارتفاعات كبيرة في الأسعار في فترات معينة وكذا انخفاضات هامة في فترات أخرى ويترتب على هذه الظاهرة توفر فرص متكررة للشراء بأسعار أقل من القيمة ثم البيع بعد ذلك بأسعار مرتفعة.

### ثانياً: البحث عن فرص الإستثمار

أما الطريقة الثانية فهي تهدف إلى اكتشاف الأسهم ذات القيمة الجيدة والسعر المنخفض والتي يفترض وجودها دائماً حتى لو كان السوق غير منخفض بصفة عامة، وبالتالي فإن المستثمر يعتبر موفقاً أو خاسراً جهده ونشاطه في البحث عن الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي تعرض في السوق بأقل من قيمتها، أي أن يقوم بمقارنة بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ولا شك أن هذه الطريقة هي أفضل الطرق العلمية في ميدان الإستثمار.

## خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل المفاهيم الأساسية لتمويل المشاريع الإستثمارية، واشتمل على ثلاثة مباحث رئيسية تضمنت تقديم فكرة شاملة عن الإستثمار والمشاريع الإستثمارية بصفة عامة، وتم التطرق إلى الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال والذي يعتبر كغيره من الاستثمارات ذو وجهان، وجه يمثل العوائد التي يمكن تحقيقها والوجه الآخر يمثل جملة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر المالي عندما يوجه أمواله إلى هذا النوع من الاستثمارات، ونتيجة لتعدد مجالات هذا النوع من الاستثمار والخصائص التي تميزه عن الاستثمارات الأخرى فقد توجه إليه الكثير من المستثمرين.

يسعى المستثمر في سوق رؤوس الأموال إلى تحقيق عائد مرضي لكنه لا يستطيع التنبؤ بنتائج قراراته في عالم الأعمال عموماً بدقة كاملة، لأنه لا يعلم ما سيحدث في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، إلا أنه يمكنه قياس المخاطرة المرتبطة بهذا الإستثمار من خلال وضع توزيع إحصائي للعائد، بناءً على المعلومات المحاسبية وخلفيته وخبرته وتقديره الشخصي للأمر، وهو ما يمكنه من اتخاذ القرار الإستثماري السليم، مما يعني أن هناك حالة معرفة جزئية بالمستقبل، ومن هنا يطلب المستثمر عائد مناسب يعوضه عن تأجيل الاستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلاً، ويزداد العائد المطلوب عموماً بزيادة عمر الإستثمار لإرتفاع التقلبات في التدفقات النقدية.

# الفصل الثالث:

واقع أسواق رؤوس الأموال  
العربية في ظل العولمة

**تمهيد:**

نظرا لأهمية دور أسواق رؤوس الأموال في التطور الإقتصادي لأي دولة وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الإستثمارية المختلفة، من خلال جمع المدخرات المتناثرة وتجنيدها للمساهمة في تحقيق النمو الإقتصادي، فقد شهدت صناعة الأوراق المالية تطورات هامة وكبيرة خلال فترة زمنية قصيرة ومن كافة النواحي، وقد صاحب هذه التطورات ثورة كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات ونشر المعلومات خاصة، الأمر الذي جعل دول العالم المختلفة تسعى لبذل جهود مكثفة للحاق بركب هذه التغيرات. ومما لا شك فيه أن التطورات الحديثة في قطاعات تكنولوجيا المعلومات أسهمت في إحداث تغييرات إيجابية على أسواق رؤوس الأموال الدولية، حيث سهلت عمليات التعامل بالأدوات المالية مما انعكس إيجابا على سيولة الأسواق الدولية وعمقها.

ولقد أدركت أسواق رؤوس الأموال العربية أهمية تبني هذه التطورات لمواكبة المرحلة المقبلة ومواكبة التطورات الدولية بهدف إيجاد أسواق رؤوس أموال عربية على درجة من الحداثة والتطور تلبى متطلبات المستثمرين المحليين والدوليين.

نتيجة لذلك فقد بدأت العديد من الدول العربية تشهد منذ ثمانينات القرن الماضي تحولات هيكلية شملت عدة مجالات تهدف في معظمها إلى الإعتماد على السوق لسد الإحتياجات التمويلية وقد أسفر ذلك عن ظهور العديد من أسواق رؤوس الأموال داخل الوطن العربي. ويتكون هيكل الأسواق العربية من 17 سوق في كل من (الأردن، مصر، المغرب، الجزائر، تونس، البحرين، السعودية، الكويت، سلطنة عمان، العراق، قطر، الإمارات، لبنان، فلسطين، والسودان، سوريا وليبيا) ورغم الجهود الحثيثة التي بذلتها الدول العربية لتطوير أسواقها، إلا أن هذه الأسواق لا تزال تواجه العديد من العوائق ما جعل أغلبها يتسم بالضعف وصغر الحجم، لذلك فإن عملية تنشيط وتطوير أسواق رؤوس أموال عربية تعد هدفا في غاية الأهمية، وسنستعرض من خلال هذا الفصل واقع أسواق رؤوس الأموال العربية في ظل العولمة وذلك من خلال المباحث التالية:

١. المناخ الإستثماري في الدول العربية في ظل العولمة
٢. خصائص أسواق رؤوس الأموال العربية ونشأتها
٣. تطورات أداء أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)

## 1. المناخ الإستثماري في الدول العربية في ظل العولمة

يعد المناخ الاستثماري نتاج تفاعل العوامل الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية التي تؤثر على ثقة المستثمر، وتعمل على تشجيعه وتحفيزه على استثمار أمواله في دولة ما دون غيرها، إلا أن نصيب أي دولة من هذه الاستثمارات يعتمد على عوامل كثيرة أهمها المناخ الاستثماري الجاذب والمحفز للإستثمار بهذه الدولة.

### 1.1. عولمة الأسواق المالية ومظاهرها

إذا كانت للعولمة الإقتصادية جذور تعود إلى القرن الخامس عشر، أي مع زيادة تبادل السلع بين الأمم آنذاك، فإن العولمة المالية حديثة النشأة نسبيًا، حيث ظهرت العولمة المالية نتيجة لتحرير الأسواق المالية في كل من الدول المصدرة والمتلقية لها، حيث قامت كثير من الدول بإلغاء القيود على التدفقات المالية عبر الحدود، وقد ترتب على ذلك نشأة أسواق جديدة ليس لها تواجد جغرافي طبيعي كما هو الحال بالنسبة للبورصات التقليدية، وإنما تجمعها وتنظمها شبكات الحواسيب المتصلة ببعضها البعض، كما أدى إنخفاض تكاليف المعاملات واستحداث أدوات جديدة إلى نمو كبير في المعاملات المالية الخارجية.

#### 1.1.1. مفهوم العولمة المالية:

تعددت مفاهيم العولمة المالية ومن بينها نذكر:

"العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر" [Dominique, 1997, p:68].

"العولمة المالية هي النمو الهائل في حجم التعاملات المالية على المستوى العالمي والتي تقود نحو توحيد أسعار السلع المالية في مختلف الأسواق المالية العالمية" [Martin et Hélène, 2002, p:03].

كما تعد العولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي والتحول إلى ما يسمى بالاندماج المالي، مما أدى إلى تكامل وارتباط الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال ومن ثم أخذت تتدفق عبر الحدود إلى الأسواق المالية [قاسمي، 2011، ص: 03]. ويمكن الإستدلال على العولمة المالية بمؤشرين هما [مفتاح، 2002، ص: 02]:

**المؤشر الأول:** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود في الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة حيث تشير البيانات إلى أن الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي

الإجمالي في هذه الدول سنة 1980 بينما وصلت إلى ما يزيد عن 100% في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا سنة 1996، وإلى ما يزيد عن 200% في فرنسا وإيطاليا وكندا في نفس السنة. أما **المؤشر الثاني** والخاص بتطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، فإن الإحصاءات تشير إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي لسنة 1989 بلغ ما يقارب 600 مليار دولار أمريكي، شكلت حصة سوق لندن المالي وحده 184 مليار دولار أمريكي، تليها سوق نيويورك 115 مليار دولار أمريكي، ثم سوق طوكيو 111 مليار دولار أمريكي، وما إن انقضت 15 سنة، حتى بلغ متوسط التداول اليومي للعملات في سنة 2004 ما يقارب 1.9 تريليون دولار أمريكي، شكلت حصة سوق لندن المالي وحده 753 مليار دولار أمريكي، تليها سوق نيويورك 461 مليار دولار أمريكي، ثم سوق طوكيو 199 مليار دولار أمريكي. وفي سنة 2007 بلغ متوسط التداول اليومي للعملات 3.2 تريليون دولار أمريكي محققاً بذلك زيادة قدرها 71% مقارنة بسنة 2004. وفي سنة 2010 بلغ متوسط التداول اليومي للعملات 3.98 تريليون دولار أمريكي وفي سنة 2011 حوالي 4.7 تريليون دولار أمريكي، أما في سنة 2013 فقد وصل متوسط التداول اليومي في السوق إلى 5.3 تريليون دولار أمريكي [سرور، 2014، ص: 34-35].

هناك جدل كبير بين الأكاديميين والتطبيقيين حول تكاليف العولمة المالية ومنافعها إذ يعتبر بعض الاقتصاديين بأن تدفقات رؤوس الأموال مدمرة للاستقرار المالي العالمي، مما يؤدي إلى الدعوة لفرض ضوابط على رؤوس الأموال وقيود أخرى على التجارة في الأصول المالية الدولية، ويرى آخرون أن الانفتاح المتزايد أمام تدفقات رؤوس الأموال أثبت عموماً أنه ضروري بالنسبة للبلدان التي تسعى للارتقاء من مستوى البلدان ذات الدخل الأدنى إلى مستوى البلدان ذات الدخل المتوسط، ويعتبر بمثابة دعم للاستقرار في البلدان الصناعية .

من خلال ما سبق يمكن استخلاص أن العولمة المالية ظاهرة مرتبطة بالنمو والتطور الرأسمالي والتراكم في رؤوس الأموال، وتعرف على أنها النمو الهائل في حجم ونوعية المعاملات المالية التي تخترق كل أشكال الحواجز الجغرافية والقيود التنظيمية بحيث تصبح المعاملات المالية تتم في إطار سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى العوائد بأقل المخاطر .

تعتبر العولمة المالية حديثة النشأة مقارنة بالعولمة الاقتصادية، إلا أنها مرت بمجموعة من المراحل

تتمثل في ما يلي [ حري، 2006-2007، ص: 28-29]:

- 1- **مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:** إمتدت هذه المرحلة من 1960-1979 ويعتبر ظهور سوق الأورو-دولار هو أول مراحل ظهور العولمة المالية، وتميزت بما يلي:
  - ✓ تعايش الأنظمة النقدية والمالية الوطنية المغلقة بصورة مستقلة.
  - ✓ سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية (سيطرة التمويل غير المباشر).

- ✓ انهيار نظام (Bretton Woods) في 15 أوت 1971، وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب وحل محله نظام أسعار الصرف المرنة.
  - ✓ إدماج البترودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول حيث عرفت دول الخليج فائضا ماليا قدر بـ: 360 مليار دولار خلال الفترة (1974-1981)، مما زاد في نسبة الادخار العالمي.
  - ✓ بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.
  - ✓ ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة مثل المستقبلات، المبادلات والخيارات، حيث ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة سنة 1972، في بريطانيا سنة 1982 وفي فرنسا سنة 1986.
  - ✓ ارتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة.
- 2- مرحلة التحرير المالي:** امتدت هذه المرحلة من 1980-1985 وتميزت بما يلي:
- ✓ المرور إلى إقتصاد السوق المالية وصاحب ذلك ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها وتحرير القطاع المالي.
  - ✓ إنتشار واسع للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي بعد رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال.
  - ✓ التوسع الكبير في أسواق السندات وصناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الادخار والتي تمتاز بفوائضها المالية الكبيرة وغايتها تعظيم إيراداتها في الأسواق العالمية.
  - ✓ توسيع وتعميق الإبداعات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإدخار العالمي وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات.
- 3- مرحلة تعميم المراجعة وضم الأسواق المالية الناشئة:** امتدت هذه المرحلة بعد 1986 وتميزت بما يلي
- [ الداوي، 2011-2012، ص: 127]:
- ✓ تحرير أسواق الأسهم حيث كانت الإنطلاقة من بورصة لندن سنة 1986 بعد إجراء الإصلاحات البريطانية، ثم تبعتها بقية بورصات العالم بتحرير أسواق أسهمها مما سمح بربطها ببعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.
  - ✓ ضم أسواق رؤوس الأموال الناشئة، وربطها بأسواق رؤوس الأموال العالمية ما شكل الحدث الهام والأخير في مشوار العولمة المالية.
  - ✓ زيادة الارتباط بين أسواق رؤوس الأموال العالمية بمختلف أجنحتها إلى درجة أنها أصبحت تشبه السوق الواحدة وذلك باستعمال وسائل الإتصال الحديثة وربطها بشركات التعامل العالمية.
  - ✓ الأزمات المالية التي شهدتها أسواق رؤوس الأموال العالمية، والتي كلفت الإقتصاد العالمي آلاف الملايير من الدولارات وإفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية.
  - ✓ تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل في الأدوات المالية المشتقة.

ومهما تكن مراحل العولمة المالية فإن هذه الظاهرة قد انتشرت بسرعة فائقة في كافة أنحاء العالم ومست معظم الدول لتسيطر على الإقتصاد العالمي في وقت قصير نسبيا.

### 2.1.1. أسس العولمة المالية:

ترتكز العولمة المالية على ثلاثة أسس رئيسية وهي [ مرابط ويلميهوب، ، ص: 4-5]:

#### 1- عدم الفصل بين أقسام الأسواق المالية:

إن الشرط الضروري للعولمة المالية ليس فقط في انفتاح أسواق رؤوس الأموال القطرية أمام تدفق رؤوس الأموال وإنما أيضا في انفتاح الأقسام الموجودة في هذه الأسواق على بعضها البعض، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على مستويين:

❖ **المستوى الداخلي:** ويعني إمكانية الانتقال من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، من خدمات التأمين إلى الخدمات البنكية، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية... الخ. وتجدر الإشارة أن الحركة القوية لعمليات إلغاء التخصص للأسواق ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى إلغاء بعض التمييزات التقليدية التي كانت تفصل البنوك التجارية وبنوك الأعمال، وفي بريطانيا تم مزج وظائف الوسطاء الماليين والسماسة، كما سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية.

❖ **المستوى الخارجي:** ويعني فتح أسواق رؤوس الأموال الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بحيث يتسنى للمتعاملين الأجانب شراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، بالإضافة للأصول المالية الحكومية.

#### 2- تقلص دور الوساطة المالية:

يعني اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف والاقتراض، ونقصد بالتمويل المباشر، اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في أسواق رؤوس الأموال (أسهم، سندات... الخ.) دون المرور عبر الوسطاء الماليين أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك والوسطاء الماليين الآخرين.

ويعتبر ظهور أزمة المديونية سنة 1982 واحدا من الأسباب الرئيسية التي دفعت إلى الميل نحو التمويل عن طريق أسواق رؤوس الأموال، ففي الفترة 1960-1970 كانت التحركات الدولية لرؤوس الأموال تتم من دول الشمال إلى دول الجنوب أو ما يعرف بالدول السائرة في طريق النمو.

#### 3- إزالة القيود التنظيمية:

يقصد بإزالة القيود التنظيمية على المستوى الوطني تشجيع المنافسة بين مختلف الهيئات المالية وذلك بإزالة الفوارق بين مختلف أنواع هذه الهيئات (بنك مختص في الودائع، بنك مختص في توظيف القيم المنقولة

...إلخ)، وتحديد أو تقليل الرقابة والتنظيمات الخاصة بالنشاط البنكي (كإزالة التحديد الإداري لحد أو سقف بعض أسعار الفائدة، تأطير القروض... إلخ). أما على المستوى الدولي، فرفع القيود التنظيمية يعني إزالة العوائق التي تحول دون التحركات الدولية لرؤوس الأموال والعمليات الخاصة بتبادل العملات [بوليسل، 2007، ص:16].

تزامن مبدأ إزالة القيود التنظيمية مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية خلال الثمانينات والتي ألغت الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، فعلى سبيل المثال: أصبح بالإمكان سحب مبالغ مالية من الحساب للأجل بشرط الإبقاء على رصيد أدنى، كما يمكن إجراء عملية تحويل مباشرة من الحساب الجاري إلى الحساب للأجل، ومن جهة أخرى اعتمدت هذه السياسة نظام تعويم أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات مما أدى إلى إفراز سلسلة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة المخاطر الناتجة عن التذبذب وعدم الاستقرار في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، مما شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب تلك المخاطر.

### 3.1.1. آثار العولمة المالية على أسواق رؤوس الأموال العربية

تقتضي العولمة المالية تحرير حساب رؤوس الأموال، ومن ثم السماح للأموال بالتدفق من وإلى الإقتصاد بحرية تامة، ما يسمح بخلق مناخ استثماري يتصف بالمرونة في المعاملات بالنسبة للأعوان الاقتصادية سواء كانوا أفراد أو شركات، بنوك إلخ...، وذلك من خلال إلغاء القيود المفروضة على التحركات المالية عبر الحدود خصوصا في مجال الإستثمار في أسواق رؤوس الأموال، وفي هذا السياق عمدت الدول النامية بما فيها الدول العربية إلى تبني تغييرات هيكلية في اقتصادياتها حتى تستفيد قدر الإمكان من هذه التدفقات، وتصبح أكثر تكاملا مع النظام المالي العالمي، وقد دعم هذا الإتجاه التوجه العالمي في إطار "اتفاقيات جولة أرغواي" لتحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية، لكن الذي حدث أنها تعرضت لهجمات مضاربة عنيفة، التقلب العكسي لرؤوس الأموال، كما حصد الجهاز المصرفي آثارا وخيمة بالإضافة إلى آثار أخرى....

بداية وقبل التطرق لهذه المخاطر، لا بد من الإشارة إلى شكل التدفقات الرأسمالية التي تؤدي إلى هذه الأخيرة، والمتمثلة في تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات الحافظة ورأس المال قصير الأجل (أو ما يعرف بالأموال الساخنة)، غير أنه وفي هذا المجال هناك الكثير من البحوث التي أوضحت وجود بعض الآثار الجانبية للعولمة المالية نوردتها أولا ثم الإنتقال إلى عرض الآثار السلبية لها كما يلي:

#### ❖ الآثار الإيجابية للعولمة المالية:

بينت البحوث كيفية ارتباط الإستثمار الأجنبي المباشر بالتوجه التجاري، وهو الإستثمار الذي يعزز التجارة في حد ذاتها، حيث يحقق الإستثمار الأجنبي المباشر عموما سواء كان في الصناعة التحويلية أو الخدمات أو استخراج الموارد نتائج إيجابية للبلاد حتى عندما تكون آثاره متواضعة من خلال آثار المنافسة

والروابط، ويمكن القول إجمالاً أن هذا الإستثمار يولد وظائف أكثر إنتاجية، وأنه أكثر مراعاة للبيئة من الإستثمارات المماثلة للمنتجين، كما أنه يكمل مخزون المهارات، ويرفع مستوى التكنولوجيا، ويحسن فرص الدخول إلى الأسواق الدولية ويربط البلدان بشبكات الإنتاج العالمية التي أصبحت موضع التدفقات التجارية بصورة متزايدة.

هذا ويحفز الإفتتاح في إطار العولمة المالية تعميق السوق المالية، وإنشاء الشركات وتقويتها وبناء بنية تنظيمية سليمة، مما يؤدي إلى توفر رؤوس الأموال للمساهمين الشيء الذي يسمح للشركات بالتنوع بعيداً عن الإعتماد المفرط على البنوك وتخفيض نسبة المديونية، مما ينعكس إيجاباً في تزايد المقدره المالية للشركات ومن ثم إضافة نقطة أو نقطتين مؤبقتين لمعدل النمو السنوي، غير أن ما تجدر الإشارة إليه هنا هو العلاقة بين التدفقات الرأسمالية ومعدلات النمو ليست بسيطة كما يبدو، بل ترتبط بالعديد من المتغيرات مثل: إندماج الأسواق المحلية بالإقتصاد العالمي، طبيعة التدفقات، المناخ الإستثماري في الدولة المضيفة، رأس المال البشري...إلخ.

#### ❖ الآثار السلبية للعولمة المالية:

بالرغم من الصورة الإيجابية التي يرسمها كثير من الاقتصاديين عن العولمة المالية مثل الإنتفاع من التطورات التكنولوجية والثروة المعلوماتية وتحقيق فرص للنمو، إلا أنها تظل ناقصة ما لم يستكمل التحليل بإبراز المخاطر والأزمات التي تؤدي إليها، حيث تعد العولمة من أبرز التحديات التي تواجه أسواق رؤوس الأموال فهي إتجاه رأسمالي أمريكي يهدف إلى أمركة السياسة والإقتصاد لصالح المركز الذي هو الولايات المتحدة الأمريكية، وفي الحقيقة فإن دول المركز لا تقدم المعلوماتية المفيدة ولا التكنولوجيا بل يبقى ذلك حكراً عليها كون العولمة استغلال للمال والإقتصاد والموارد الإقتصادية للبلدان الضعيفة، وما تقدمه من معلومات ثبت عدم جدواها إلا بنسب قليلة [مناضل وخضير، لا توجد سنة النشر، ص:14]. وهنا سيتم التطرق إلى نقطتين أساسيتين هما [رشام، 2008-2009، ص:26-27]:

**(1) المخاطر الناجمة عن التقلبات الفجائية في رأس المال:** تعاضم انسياب رؤوس الأموال الخاصة نحو الدول العربية في العقد التاسع من القرن العشرين، وبتحليل حركة هذا الانسياب نجد أن الإستثمار في الحافظة المالية يتم بسرعة كبيرة، حيث تنتقل رؤوس الأموال من سوق لآخر وبصورة فجائية وفي مدة زمنية قصيرة، مقارنة مع الإستثمار الأجنبي المباشر، ويرجع السبب أن النوع الأول يعتمد على عوامل قصيرة الأجل والسعي لتحقيق الربح السريع، ويتأثر تأثيراً كبيراً بتوقعات المتعاملين ويطغى عليه أسلوب المحاكاة والتقليد أو ما يسمى بـ: "سلوك القطيع" على عكس النوع الثاني الذي يهتم بالأرباح على المدى الطويل وتقوم به الشركات متعددة الجنسيات كما تحكمه اعتبارات أخرى مثل التغييرات الهيكلية، نمو الأسواق والدخل القومي في الدولة المضيفة، إضافة إلى سعيه لإيجاد طاقات إنتاجية جديدة أو إمتلاك طاقات موجودة أصلاً،

بذلك يكون من الصعب تصفية هذه الطاقات في المدى القصير، بينما التخلص من الإستثمار في الحافظة المالية يتم بسهولة عن طريق البيع في الأسواق المالية.

إن الحركة الواسعة والسريعة والمفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية تتسبب بالعديد من الإنعكاسات السلبية على الإقتصاد الوطني وتتضح فيما يلي:

❖ في حالة التدفقات الإستثمارية قصيرة الأجل للداخل بشكل مفاجئ وبكميات كبيرة مما يؤدي إلى عدم الإستقرار في الإقتصاد الكلي والذي يتجلى في:

✓ ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية مما يضر بالصادرات والمستوردات وبالتالي يزداد عجز الميزان التجاري.

✓ ارتفاع شديد في أسعار الأصول خاصة الأراضي والعقارات والأصول المالية.

✓ نمو معدل التضخم.

✓ زيادة في الطلب الإستهلاكي المحلي.

❖ في حالة تدفقات استثمارية تخرج من الدولة بشكل مفاجئ وبأحجام كبيرة فإنها تؤدي إلى:

✓ انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

✓ إنهيار المصارف والمؤسسات المالية.

✓ انخفاض وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية.

✓ تولد حالة من الركود الإقتصادي وتزايد العجز في ميزان المدفوعات.

✓ تراجع معدلات النمو الإقتصادي وارتفاع معدلات البطالة [ دبار، 2012-2013، ص: 34].

✓ فقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي.

✓ استنزاف الإحتياطيات الدولية من الدولة، خاصة إذا حاول البنك المركزي التدخل لحماية سعر صرف العملة الوطنية.

**(2) مخاطر التعرض لمضاربات مدمرة:** لقد جاءت عمليات التحرير المالي المحلي والدولي، لتسهيل نشاط

المضاربات من خلال إلغاء العديد من القيود التي كانت تحد من قيامها، وإلى جانب ذلك حدث تسارع هائل في تداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وكذلك ظهور الإبتكارات المالية الجديدة (المشتقات المالية) التي يتم التعامل بها على مدار الساعة في مختلف أسواق العالم.

كما ساهمت إجراءات العولمة المالية وثبات أسعار الصرف إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة المحلية ووجود اتجاه متزايد لزيادة حجم الدين الخارجي وارتفاع معدلات خدمته، لتهيئة المناخ المناسب لمزاولة المضاربين أعمالهم وجنيهم الأرباح السريعة، ونجد حالة المكسيك 1994، وتايلاند وغيرها خير مثال على ذلك. وكانت نتائج هذه المضاربات شديدة على الدول النامية التي حدثت بها، مما أدى إلى انخفاض قيمة

العملة الوطنية، ارتفاع المستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم، استنزاف الإحتياطات الدولية وهروب كبير لرؤوس الأموال نحو الخارج وبالتالي فقدان ثقة المستثمرين في الأسواق.

## 2.1. سمات المناخ الإستثماري في الدول العربية

يشير مناخ الإستثمار إلى مجموع من العوامل الخاصة بموقع محدد والتي تحدد شكل الفرص والحوافز التي تمكن الشركات من الإستثمار على نحو منتج وخلق فرص عمل وتوسيع نطاق أعمالها، ويعتبر مناخ الإستثمار من المفاهيم المركبة لأنه يتعلق بجوانب متعددة، بعضها متعلق بمدى توفر منشآت البنية الأساسية، والبعض الآخر بالنظم القانونية أو الأوضاع السياسية، والثالث بالمؤسسات والرابع بالسياسات، فهذا المفهوم المركب هو مفهوم ديناميكي دائم التطور لملاحقة التغيرات السياسية والتكنولوجية والتنظيمية، ذلك أن المستثمرين الوطنيين والأجانب لا يقررون توطين استثماراتهم في منطقة إلا بعد فحص الشروط العامة لذلك المناخ.

### 1.2.1. تعريف المناخ الاستثماري

يقصد بالمناخ الاستثماري: "مجملة الظروف التي يمكن أن تؤثر على حركة رؤوس الأموال وفرص نجاح المشروع الاستثماري في منطقة أو دولة معينة. وتعد هذه الظروف عناصر متداخلة تؤثر وتتأثر ببعضها البعض ومعظمها عناصر متغيرة يخلق تفاعلها أو تداعيا أوضاعا جديدة بمعطيات مختلفة، وتترجم محصلتها كعناصر جاذبة أو طاردة للاستثمار" [ بن حسين، 2004، ص: 04].

تعرف "المنظمة العربية لضمان الإستثمار" مناخ الإستثمار بأنه: "مجملة الأوضاع الاقتصادية والقانونية والسياسية والاجتماعية التي تكون البيئة التي تتم فيها العملية الإستثمارية، وتأثير تلك الأوضاع سلبا أو إيجابا على فرص ونجاح المشروعات الاستثمارية ومن ثم حركة واتجاهات الاستثمار". ومكونات هذه البيئة متغيرة ومتداخلة إلى حد كبير، إلا أنه يمكن حصر عدة عناصر يمكن في مجموعها أن تعطي أهم العناصر المحفزة للمستثمر والتي يبني عليها المستثمر قراره الإستثماري [ بن حسين، لا توجد سنة النشر، ص: 02].

في دراسة للمؤسسة العربية لضمان الإستثمار على عينة من المستثمرين في الدول العربية تم تصنيف هذه العناصر إلى خمسة مجموعات [ غريب، 2012، ص: 105]:

- ❖ **المجموعة الأولى:** الإستقرار السياسي والاقتصادي، البيروقراطية الإدارية وإجراءات التسجيل والترخيص، وضوح واستقرار قوانين الإستثمار، ثبات وتدهور سعر صرف العملة المحلية، القيود المفروضة على تحويل الأرباح وأصل الإستثمار وتوافر الكفاءات الإنتاجية لتشجيع الإستثمار.
- ❖ **المجموعة الثانية:** توفر مناخ استثماري ملائم، توفر النقد الأجنبي، إجراءات التعامل مع الأجهزة المعنية بالإستثمار، التنقل والحصول على تأشيرات الدخول، توفر الأيدي العاملة المدربة، عدد الجهات الراعية لمصالح الإستثمار، نسبة العوائد على الإستثمار، توفر شريك محلي من القطر المضيف.

- ❖ **المجموعة الثالثة:** توفر البنية التحتية وعناصر الإنتاج، توفر الإستقرار الأمني، ازدواجية ومعدلات الضرائب، معدل التضخم، استعمال السلطة الحكومية وتوفير خرائط استثمارية.
- ❖ **المجموعة الرابعة:** الدعم المادي والمعنوي من قبل الدولة المضيفة، حجم السوق المحلية وتوفير فرص استثمارية، نسبة القطاع العام في الأنشطة الاقتصادية، الأجهزة المصرفية وتطورها، الفساد الإداري (الرشاوي والعمولات)، التكامل الاقتصادي والقيود على حركة رؤوس الأموال.
- ❖ **المجموعة الخامسة:** توفر بنوك للمعلومات، توفر التنسيق بين الدوائر الرسمية المعنية بالإستثمار، مدى تنفيذ التزامات البلد المضيف للإستثمار، وجود سوق مالية متطورة، مدى ثبات السياسة الإستثمارية، معدلات الفائدة على التسهيلات الإئتمانية ومدى كفاية الحوافز للإستثمارات الوافدة.

مما سبق يمكن القول بأن مناخ الإستثمار هو سياسة الإستثمار بالمعنى الواسع والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على القرارات الإستثمارية بما فيها سياسات الإقتصاد الكلي والإقتصاد الجزئي، حيث ترتبط هذه القرارات ارتباطاً وثيقاً بالسياسة النقدية والمالية والتجارية إضافة إلى الأنظمة القانونية، القضائية وقوانين الضرائب والعمل والإطار التنظيمي العام، أما المعنى الضيق لمناخ الإستثمار فنعني به السياسات التي تستهدف تقوية حوافز الإستثمار وإزالة العقبات التي تعيقه. ويدخل في ذلك منح الإعفاءات الضريبية والإمتيازات والضمانات وإنشاء المناطق الحرة لتشجيع الإستثمار.

### 2.1.2. خصائص الإستثمار في الدول العربية

يتميز الإستثمار في غالبية الدول العربية بالخصائص التالية:

#### أولاً: الأوضاع والظروف السياسية

ورد في إحدى دراسات البنك الدولي التي شملت (400) شركة من 12 دولة متقدمة لدراسة العوامل التي يأخذها المستثمرون بالحسبان في اتخاذ القرارات الإستثمارية في الدول النامية، أن 61% من المستثمرين يعتبرون أن المخاطر النابعة من أسباب سياسية تلعب دوراً هاماً في قرارات الإستثمار في البلدان النامية. ولذلك فإن مدى استقرار النظام السياسي والاجتماعي وطبيعة التغيرات السياسية التي من الممكن حدوثها ومخاطر التأميم ومصادره والتدخل الحكومي النشط في العمليات الاقتصادية تعتبر من أهم المتغيرات التي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار عند اتخاذ قرارات الإستثمار، كما تشير إلى ذلك تقارير لجان البنك الدولي والدراسات المتخصصة في هذا المجال [ صيام، لا توجد سنة النشر، ص: 93].

لا يتوقف تحليل المناخ الإستثماري في الدول العربية على ما تم ذكره، بل يتعدى إلى جوانب أخرى ساهمت ولا تزال تساهم في عدم إستقرار المنطقة سياسياً وهي [ عميروش، 2012، ص: 135]:

- ✓ الصراع العربي مع الكيان الصهيوني وتوتر الأوضاع السياسية في العديد من الدول العربية جراء ذلك خاصة المجاورة منها.

- ✓ سيادة الصراعات والمشاكل الحدودية بين الدول العربية.
- ✓ خضوع المنطقة العربية ككل لأطماع القوى الكبرى، والتطورات التي جاءت بها أحداث 11 سبتمبر واحتلال العراق.
- ✓ الحراك الشعبي الذي شهدته بعض الدول العربية، والذي أدى في العديد منها إلى توقف الحركة الاقتصادية بها كاليمن، سوريا وليبيا وهو ما أثر سلباً على مناخ الإستثمار.

### ثانياً: الأوضاع والظروف الاقتصادية

استطاعت الدول العربية ومن خلال مواردها أن تعمل على التكيف مع الأوضاع السياسية والاقتصادية الدولية لتخرج من الأزمات باقتصاد صحي ومتنامي، وحافظت على سعر صرف لعملة بحدود معينة، كما سيطرت على التضخم الذي تولد عن الأزمات الاقتصادية التي مر بها الإقتصاد العالمي عموماً، على الرغم من عبء المديونية الخارجية للدول العربية المقترضة والتي بلغت حوالي 1.03 تريليون دولار سنة 2016 [العربي الجديد؛ <https://www.alaraby.co.uk/economy>، تاريخ التصفح: 2018/02/03].

أما فيما يتعلق بالبنية التحتية الأساسية، فقد استطاعت إنشاء شبكة طرق واسعة ومتطورة ووسائل إتصالات حديثة وفي هذا المجال عملت بعض الدول العربية على خصخصة قطاع الإتصالات وسمحت للأجانب بالتملك، ووفرت شبكة خدمات صحية متطورة من خلال المستشفيات والمراكز الطبية المنتشرة، وطورت أيضاً نظاماً تعليمياً ينسجم مع أهداف التنمية ويعنى بمتطلباتها بتوفير شبكة من المرافق التعليمية المتمثلة بالمدارس والمعاهد والجامعات، والعمل على مد شبكات المياه والكهرباء، وعملت على تنمية وتطوير الجهاز المصرفي ليلبي متطلبات مرحلة الانفتاح الإقتصادي بصورة ديناميكية ومستمرة، كما زاد من قدراته التسويقية وانتهج سياسة الانفتاح الإقتصادي وتتمين المبادرة الفردية ومارس قواعد العلاقة المتينة بين القطاعين العام والخاص.

### ثالثاً: الأوضاع والظروف القانونية

نتيجة لمتطلبات المرحلة القادمة والتي تدخل فيها بعض الدول العربية مرحلة الشراكة مع الإتحاد الأوروبي للدخول في منظمة التجارة العالمية الحرة وتبني برامج الخصخصة، فقد عملت هذه الدول على تحديث التشريعات والقوانين والأنظمة والتعليمات النازمة للإستثمار، والأنظمة الصادرة بموجبه، وقانون الشركات، وقانون ضريبة الدخل، وتخفيض مستوى الشرائح الضريبية، وقانون الأوراق المالية، وتعليمات التداول في سوق الأوراق المالية، وتحرير صرف العملات الأجنبية، ورفع القيود على انسياب العملات الأجنبية، وتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع الأجنبية [صيام، لا توجد سنة النشر، ص: 94-95].

### 3.2.1. الآفاق المستقبلية لتحسين المناخ الاستثماري في الدول العربية

إن نجاح أي دولة في جذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية على حد سواء، يتطلب توفير مناخ استثماري سليم ومستقر، لأن ذلك هو العامل الأكثر أهمية في حسابات المستثمر المحلي والأجنبي. فارتفاع معدلات التضخم، أو المغالاة في قيمة العملة الوطنية، أو الخفض المفاجئ والحاد في قيمتها، أو ضعف الجهاز المصرفي، كل هذا لا يهيئ الظروف الملائمة لاجتذاب الاستثمارات الوطنية والأجنبية.

تحتاج عملية التحسين لمناخ الاستثمار في هذه الدول إلى إرادة سياسية صادقة لتهيئة الأجواء الملائمة لجذب وتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي ويجب أن تتوفر مجموعة عناصر لجذب الاستثمار في الدول العربية وقد تم ذكر البعض منها سابقا في هذه الدراسة ويمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

- ✓ أن تتمتع جميع الدول العربية بالاستقرار السياسي (الداخلي والخارجي) وتتيقن الأجواء السياسية العربية وإقامة علاقات اقتصادية متبادلة متينة وصادقة.
- ✓ يجب على الدول العربية ضخ أموال حكومية للاستثمار في البنية التحتية ما يعني مزيدا من الفرص لجذب المستثمرين محليين كانوا أو أجانب.
- ✓ تشجيع الإستثمار في الدول العربية وخاصة المستثمرين العرب في مجال الزراعة لما تتوفر عليه هذه الدول من بيئة مناسبة جدا لذلك من توفر للمياه والأراضي واليد العاملة الرخيصة و...إلخ، ولتحقيق الأمن الغذائي والحد من تبعية العالم العربي للعالم الغربي فيما يخص الغذاء، حيث تقدر فاتورة الغذاء لوحدها بعشرات المليارات بالنسبة للدول العربية.
- ✓ وضوح القوانين والتشريعات المنظمة للاستثمار في الدول العربية وثباتها مما يساعد على بناء ثقة المستثمر في مناخ الاستثمار العربي.
- ✓ تبسيط الإجراءات الحكومية والإدارية التي ينبغي على المستثمر القيام بها للحصول على موافقة لإقامة مشروعه من خلال إتباع نظام النافذة الواحدة بين المستثمر والجهة المسؤولة عن الاستثمار، وتطوير أداء الأجهزة المشرفة على الاستثمار في الدول العربية من حيث الإمكانيات البشرية.
- ✓ أن يكون هناك جهة واحدة للتعامل مع إقامة المشروعات الاستثمارية بأنواعها المختلفة والابتعاد عن الروتين والإجراءات الطويلة (البيروقراطية).
- ✓ الاستقرار الاقتصادي وثبات سعر صرف العملة المحلية، من خلال التعاون والتنسيق بين السياستين النقدية والمالية في الدول العربية.
- ✓ إقامة مناطق تجارية حرة تتدفق خلالها التجارة بلا رسوم جمركية أو قيود وتكون هذه المناطق متعددة الأغراض في مجالات التخزين والتجميع والتعبئة والتغليف والتصنيع الموجه للتصدير.
- ✓ إقامة مناطق اقتصادية متخصصة، صناعية وتكنولوجية وعلمية تسهم في دعم التنمية الاقتصادية وتوطين التكنولوجيا والمعارف والاستثمارات وتوفير فرصا للعمل.

- ✓ إقامة واستثمار المعارض الدولية لعرض برامج مفصلة وكتيبات عن فرص الاستثمار في الدول العربية.
- ✓ ربط حجم الإعفاء الضريبي بحجم التصدير محليا فكلما زادت نسبة التصدير من حجم الإنتاج زاد الإعفاء الضريبي، وهو ما يشجع على زيادة الإنتاج مستقبلا وتوفير فرص عمل جديدة.
- ✓ تطوير الجهاز المصرفي القائم وتوسيع عمليات الإقراض لدعم المشاريع وتشجيع التصدير، وتسهيل العمليات المصرفية وعمليات التحويل بين المصارف والإرتقاء بالخدمات المصرفية التي أصبحت أمرا ضروريا وملحا.
- ✓ تخفيض الفوائد على القروض والتسهيلات الائتمانية في الدول العربية لإعطاء فرصة اكبر للأفراد والمشاريع لزيادة حجم الاستثمار في شتى المجالات.
- ✓ العمل على تفعيل سعر الفائدة كأداة إقتصادية مهمة في توجيه النشاط الإقتصادي وتحديد الفوائد على القروض حسب نوع النشاط الإقتصادي وأهميته بما يتوافق مع توجهات الحكومة في تطوير القطاعات الصناعية، وتصحيح هيكل أسعار الفائدة بما يسمح بتخفيض تكلفة الإستثمار.
- ✓ إقامة مصارف إسلامية عربية من أجل استقطاب كتلة نقدية كبيرة مكنتزة موجودة في أيدي الفئات التي لا تتعامل بالربا، والإهتمام بالإدخار كونه المدد الأساسي للإستثمار.
- ✓ تطوير أسواق رؤوس الأموال والبورصات العربية بشكل خاص عن طريق تحويل الاستثمارات إلى سندات و عقود قابلة للتداول المستمر في البورصات المحلية والدولية وذلك لاستقطاب رؤوس الأموال العربية ومنافسة الأسواق المالية الأجنبية المتطورة بما تقدمه من خدمات وحيات وقابلية للتداول وسيولة ومردود للمستثمرين.
- ✓ توعية المواطن العربي بالإقبال على السلع الوطنية في دولته وأيضا السلع العربية الأخرى الموجودة عنده من أجل دعم العمل العربي المشترك.
- ✓ التخلص من الروتين والتعقيدات الإدارية في حالتي الاستيراد والتصدير وتوحيد الإجراءات الجمركية وتقليص البيروقراطية واستكمال القوانين المتعلقة بالاستثمار كحزمة واحدة.
- ✓ تكثيف تطبيق أنظمة الجودة والمواصفات الدولية ايزو 9000 وتوابعها على السلع المنتجة محليا في الدول العربية من اجل المقدرة التنافسية مع السلع الأجنبية داخل الدول العربية وخارجها.
- ✓ تهيئة الظروف المناسبة لتنشيط دور القطاع الخاص جنبا إلى جنب مع دور القطاع العام في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحسين أداء القطاعين العام والخاص.
- ✓ تشجيع العمل العربي المشترك باستمرار وذلك من خلال تخفيف قيود انتقال الأيدي العاملة في ما بين الدول العربية وإقامة المشاريع المشتركة بأمانة وصدق لتعود بالنفع على شعوب الدول العربية.

- ✓ توفير سوق متوازنة للعملة الأجنبية تتوافر فيها مقومات السوق الحرة المتوازنة حيث يتحرك السعر يوميا ليوافق بين الطلب والعرض، كما يسود فيها سعر واحد للعملة وتقوم فيها البنوك بدورها التقليدي من تمويل التجارة الخارجية وتوفير النقد الأجنبي للأعباء العادية.
- ✓ وضع خريطة استثمارية شاملة لكافة المشاريع القائمة (العامة، الخاصة والمشاركة)، وطاقاتها الإنتاجية وموقعها، بما يوضح الرؤية أمام المستثمرين الجدد من حيث طبيعة وموقع المشاريع الجديدة، فضلا عن توضيح إمكانية التكامل بينها وبين المشاريع القائمة.
- ✓ تشجيع إنشاء شركات مساهمة استثمارية متخصصة في إقامة مشاريع محددة ضمن التوجهات الإستراتيجية للتنمية الاقتصادية في البلاد.
- ✓ تطوير القضاء وضمان إستقلاليتيه وتعزيز ثقة المستثمر واطمئنانه لسلامة إستثماره.
- ✓ الإستثمار في البنى الأساسية للإقتصاد الجديد بالتعاون مع الشركات العربية والأجنبية في قطاع الإتصالات والإنترنت.

بالإضافة إلى توفر خدمات أخرى تتعلق بالترويج للإستثمار عربيا وعالميا وتقديم الخدمات الإستشارية للمستثمرين (إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية، وأبحاث السوق، ...إلخ). كما يجب أن تلعب هيئة الإستثمار دور مركز المعلومات الذي يزود المستثمر بكل ما يحتاجه من إحصائيات وفرص إستثمارية وقوانين جديدة وقضايا قانونية وغيرها.

تشير التجارب إلى أن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية تفوق في أهميتها كثيرا الإعفاءات الضريبية والجمركية وغيرها من الرسوم. فبعض الدول التي تمنح مزايا قليلة للغاية أو لا تمنح مزايا على الإطلاق استطاعت أن تتجح في اجتذاب قدر كبير من الإستثمارات، ومنها هونج كونج وتايوان وكوريا الجنوبية، كما أن هناك عدد كبير من الدول النامية التي فشلت في اجتذاب رؤوس الأموال على رغم ما تمنحه من حوافز ومزايا سخية. وفي كل الأحوال فإن نوعية السياسات الاقتصادية الكلية هي العامل الأكثر تأثيرا.

### 3.1. موقع الدول العربية في بعض المؤشرات الدولية لمناخ الإستثمار

يعتمد المستثمرون وصانعو القرار على مجموعة من المؤسسات والمنظمات التي تزودهم بمعلومات رقمية تساعدهم في اتخاذ القرار من خلال عدد من المؤشرات التي يمكن أن تساعدهم في معرفة وضع كل دولة على انفراد، وتحديد أهم النواقص التي تعاني منها تلك الدول، والتي تمنع جذب المستثمرين إليها. وأثبتت الدراسات الإحصائية بأن هناك صلة قوية بين ترتيب القطر أو درجته في هذه المؤشرات وبين مقدار ما تجذبه من إستثمار أجنبي. ومن بين هذه المؤشرات ما يلي:

**أولاً: مؤشر الحرية الاقتصادية:** يصدر هذا المؤشر من معهد "هيرتاج" بالتعاون مع صحيفة "وال ستريت جورنال" منذ سنة 1995 ويغطي 186 دولة، ويستخدم لقياس درجة التضييق التي تمارسها الحكومة على الحرية الاقتصادية لأفراد المجتمع، ويستند المؤشر على (10) عوامل تشمل: السياسة التجارية وخاصة

التعريفية الجمركية ووجود الحواجز غير الجمركية، وضع الإدارة المالية لموازنة الدولة وخاصة الهيكل الضريبي للأفراد والشركات، حجم مساهمة القطاع العام في الاقتصاد، السياسة النقدية وخاصة مؤشر التضخم، تدفق الاستثمارات الخاصة والاستثمار الأجنبي، وضع القطاع المصرفي والتمويل، مستوى الأجور والأسعار، حقوق الملكية الفردية، التشريعات والإجراءات الإدارية والبيروقراطية، أنشطة السوق غير الرسمية. وتمنح هذه المكونات أوزاناً متساوية ويحتسب المؤشر بأخذ متوسط هذه المؤشرات الفرعية [بعداش، 2007-2008، ص: 72-73]. والجدول التالي يوضح وضع الدول العربية ضمن مؤشر الحرية الاقتصادية.

الجدول رقم (3.1): وضع الدول العربية في مؤشر الحرية الاقتصادية ما بين سنتي 2010-2017

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	الترتيب العالمي (2017)
الإمارات	67.30	67.80	69.30	71.10	71.40	72.40	72.60	76.90	08
قطر	69.00	70.50	71.30	71.30	71.20	70.80	70.70	73.10	29
البحرين	76.30	77.70	75.20	75.50	75.10	73.40	74.30	68.50	44
الأردن	66.10	68.90	69.90	70.40	69.20	69.30	68.30	66.70	52
الكويت	67.70	64.90	62.50	63.10	62.30	62.50	62.70	65.10	60
السعودية	64.10	66.20	62.50	60.60	62.20	62.10	62.10	64.40	64
سلطنة عمان	67.70	69.80	67.90	68.10	67.40	66.70	67.10	62.10	81
المغرب	59.20	59.60	60.20	59.60	58.30	60.10	61.30	61.50	85
تونس	58.90	58.50	58.60	57.00	57.30	57.70	57.60	55.70	122
موريتانيا	52.00	52.10	53.00	52.30	53.20	53.30	54.80	54.40	130
لبنان	59.50	60.10	60.10	59.50	59.40	59.30	59.50	53.30	136
مصر	59.00	59.10	57.90	54.80	52.90	55.20	56.00	52.60	143
السودان	-	-	-	-	-	-	-	48.80	163
جيبوتي	51.00	54.50	53.90	53.90	55.90	57.50	56.00	46.70	170
الجزائر	56.90	52.40	51.00	49.60	50.80	48.90	50.10	46.50	171
اليمن	54.40	54.20	55.30	55.90	55.50	53.10	-	-	-
ليبيا	40.20	38.60	35.90	-	-	-	-	-	-

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: موقع أطلس بيانات العالم؛ <http://ar.knoema.com/atlas/ranks>، تاريخ التصفح: 2017/12/25.

من خلال ما سبق، أظهرت إحصائيات معهد "هيرتاج" أن الإمارات صعدت إلى المرتبة الثامنة عالمياً والأولى في المنطقة العربية لسنة 2017، مقارنة مع المرتبة 25 عالمياً والثانية عربياً في سنة 2016. وأفادت الإحصائيات المنشورة على موقع المعهد الإلكتروني بأن الإمارات صعدت 17 مرتبة دفعة واحدة

ضمن المؤشر، فيما جاءت قطر في المرتبة الثانية عربيا و29 عالميا. واحتلت البحرين المرتبة الثالثة عربيا و44 عالميا، والكويت في المرتبة الخامسة عربيا و61 عالميا، والسعودية السادسة عربيا و64 عالميا وفق الإحصائيات. وحازت سلطنة عمان على المرتبة السابعة عربيا و81 عالميا، تليها المغرب في المرتبة 85 عالميا، ثم تونس 122 وموريتانيا 130 ولبنان 136 عالميا، وجاءت مصر في المرتبة 143 عالميا، فيما تبوأ السودان المرتبة 163 والجزائر 171 عالميا.

يستنتج أن مؤشر حرية الاستثمار المأخوذ من مؤشر الحرية الاقتصادية يعكس أن لغالبية الدول العربية بيئة استثمارية متشددة.

**ثانيا: مؤشر التنافسية العالمي** [ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2010، ص: 159]: يصدر المؤتمر الدولي الاقتصادي في دافوس تقرير التنافسية العالمي الذي يتضمن مؤشر التنافسية منذ سنة 1979 لقياس القدرة التنافسية للدول وأداة لتفحص نقاط القوة والضعف في بيئة الأعمال، كما أنه يعد أداة لتوجيه السياسات الاقتصادية للدول على المستويين الكلي والجزئي بغية النهوض بتنافسية اقتصادياتها لتحقيق التنمية المستدامة وزيادة الكفاءة الإنتاجية باستخدام أحدث التقنيات وتحسين مناخ الأعمال، ويعكس المؤشر توقعات أداء الدولة في المستقبل (5 سنوات)، ويدخل في المؤشر حاليا 137 دولة، ومن جهة أخرى يصدر المنتدى مؤشر استدامة الحفاظ على البيئة ومؤشر الجاهزية للعصر الرقمي فضلا عن تقرير التنافسية العالمي يصدر المنتدى تقارير تنافسية إقليمية، وسيكون من بينها تقارير للتنافسية في الدول العربية.

يتكون المؤشر من مؤشرين فرعيين هما مؤشر التنافسية المستقبلية ومؤشر التنافسية الحالية، ويستند مؤشر التنافسية إلى متوسط (08) عوامل هي: درجة الإنفتاح، دور الحكومة، وضع القطاع المالي، البنية الأساسية، البيئة المعلوماتية، نظم الإدارة، وضع العمالة ووضع المؤسسات [بوخاري، 2012، ص: 44-45].

احتلت الإمارات المرتبة الأولى عربيا و17 و16 عالميا على سلم مؤشر التنافسية العالمي للسنة الحالية 2017 وسنة 2016 على التوالي، وجاءت قطر في المرتبة الثانية عربيا و25 عالميا لسنة 2017، ثم تليها السعودية في المركز 30 عالميا، ثم البحرين في المرتبة 44 عالميا [الموقع؛ <http://thenewkhalij.news/ar>، تاريخ التصفح: 2017/10/12]. وانخفض ترتيب الكويت بواقع 14 مركزا خلال نفس السنة، حيث هبطت من المركز 38 عالميا سنة 2016 إلى المرتبة 52، بينما جاءت في المركز الخامس عربيا، تليها سلطنة عمان في المركز 62 عالميا ثم الأردن 65 ثم المغرب 71 والجزائر 86 عالميا، ثم تونس 95 عالميا، مصر في المركز 100 ولبنان 105 عالميا [الموقع؛ <http://ar.aps.dz/economie>، تاريخ التصفح: 2017/12/25].

يبين الجدول التالي مكانة الدول العربية في مؤشر التنافسية العالمية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى

:2016

الجدول رقم (2.3): وضع الدول العربية في مؤشر التنافسية العالمية ما بين سنتي 2010-2016

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	الترتيب العالمي (2016)
الإمارات	4.89	4.89	5.10	5.10	5.30	5.20	5.26	16
قطر	5.10	5.24	5.40	5.20	5.20	5.30	5.23	18
السعودية	4.95	5.17	5.20	5.10	5.10	5.10	4.48	29
الكويت	4.29	4.31	4.40	4.50	4.50	4.50	4.55	38
البحرين	4.54	4.54	4.60	4.50	4.50	4.50	4.47	47
الأردن	4.21	4.19	4.20	4.20	4.30	4.20	4.29	64
سلطنة عمان	4.61	4.64	4.70	4.60	4.50	4.20	4.28	65
المغرب	4.08	4.16	4.10	4.10	4.20	4.20	4.20	70
الجزائر	3.96	3.96	3.70	3.80	4.10	4.00	3.98	87
تونس	4.65	4.47	-	4.10	4.00	3.90	3.92	95
لبنان	3.89	3.95	3.90	3.80	3.70	3.80	3.84	101
مصر	4.00	3.88	3.70	3.60	3.60	3.70	3.67	115
موريتانيا	3.14	3.20	3.30	3.20	3.00	3.00	2.94	137

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: موقع أطلس بيانات العالم؛ <http://ar.knoema.com/atlas/ranks>. تاريخ التصفح: 2017/12/25.

نلاحظ أنه خلال الفترة ما بين سنة 2010 وحتى سنة 2016 شمل المؤشر ما بين 12 إلى 14 دول عربية، جاءت قطر في المركز الأول عربيا في كل السنوات ما عدا سنتي 2014 و2016 جاءت في المركز الثاني بعد الإمارات، وعالميا احتلت قطر المركز 11 في سنة 2012 وهو أفضل مركز لها خلال هذه الفترة، وتحصلت في سنة 2013، 2014 و2015 على المركز 13، 16 و14 على الترتيب، أما المركز الثاني عربيا فقد كان من نصيب السعودية في السنوات 2010 إلى 2012، حيث احتلت عالميا على المركز 21، 17 و18 على التوالي، أما بالنسبة لسنتي 2013 و2015 فجاءت الإمارات في المركز الثاني عربيا واحتلت على المركز 19 و12 عالميا. أما المراكز الموالية الرابعة والخامسة والسادسة خلال هذه الفترة فتداولت عليها كل من الكويت، البحرين، سلطنة عمان والأردن. أما بالنسبة للجزائر فبقيت في مؤخرة الترتيب عربيا، فتحصلت على المركز التاسع في أحسن أحوالها خلال الفترة 2010-2015، أما الترتيب العالمي فعرف تذبذبا، فقد تحصلت على المركز 86 في سنة 2010 ثم المركز 110 في سنة 2012 ثم المركز 79 في 2014 ثم المركز 87 في سنة 2015 ثم 87 سنة 2016 ثم 86 سنة 2017.

ثالثاً: مؤشر التنافسية العربية [ريحان وهوام، 2014، ص: 359]: يعد المعهد العربي للتخطيط بالكويت دورياً تقرير التنافسية العربية الذي صمم مؤشراً مركباً للتنافسية ترتب فيه الدول العربية حسب بيانات موضوعية، حيث أن ارتفاع قيمته تعني تحسناً في التنافسية للدولة صاحبة الترتيب والعكس صحيح، كما أن كل قيم المؤشرات محصورة بين الواحد والصفر، إذ يعني الواحد أفضل أداء كما يعني الصفر أقل أداء. ويتكون هذا المؤشر من مؤشرين فرعيين هما:

- ❖ **مؤشر التنافسية الجارية:** وتتعلق بالأداء التنافسي على المدى القصير، ويتضمن هذا المؤشر المؤشرات الفرعية الآتية: ديناميكية الأسواق والتخصص، الإنتاجية والفعالية، أداء الاقتصاد الكلي، وبيئة الأعمال والجاذبية، وهذا الأخير يتضمن المؤشرات الآتية: البنية التحتية لتوزيع السلع والخدمات، الحوكمة وفعالية المؤسسات، تدخل الحكومة في الاقتصاد وجاذبية الاستثمار الأجنبي المباشر.
- ❖ **مؤشرات التنافسية الكامنة:** وتتعلق بالقدرات والطاقات والعوامل التي يمكن أن تدعم النمو في المستقبل، ويتضمن هذا المؤشر المؤشرات الفرعية الآتية: نوعية البنية التحتية التقنية والتكنولوجيا ورأس المال البشري.

رابعاً: **مؤشر سهولة أداء الأعمال:** يقيس مؤشر سهولة أداء الأعمال في قاعدة بيانات بيئة أداء الأعمال التي تصدر سنوياً من البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية منذ سنة 2004، مدى تأثير القوانين والإجراءات الحكومية على الأوضاع الاقتصادية. ويتكون المؤشر من متوسط (10) مؤشرات فرعية تكون بمجملها قاعدة بيانات بيئة أداء الأعمال وتشمل تلك المؤشرات: بدء النشاط التجاري، استخراج تراخيص البناء، توظيف العاملين، تسجيل الملكية، الحصول على الائتمان، حماية المستثمرين، دفع الضرائب، التجارة عبر الحدود، إنفاذ العقود، مؤشر توصيل الكهرباء ومؤشر تسوية حالات الإعسار [ريحان وهوام، 2014، ص: 361].

يبين الجدول التالي مكانة الدول العربية في مؤشر سهولة أداء الأعمال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016:

الجدول رقم (3.3): وضع الدول العربية في مؤشر سهولة أداء الأعمال ما بين سنتي 2010-2016

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	الترتيب العالمي (2016)
الإمارات	70.76	70.91	71.17	72.67	73.84	74.22	74.98	34
المغرب	60.42	59.85	63.17	62.62	63.88	64.62	66.26	63
البحرين	66.20	66.20	66.22	66.57	66.39	66.38	66.22	64
سلطنة عمان	65.03	65.06	66.79	67.93	65.83	63.70	65.37	66
قطر	65.20	64.48	65.99	67.79	66.87	65.32	65.28	67
تونس	65.37	67.32	67.58	67.71	66.00	63.32	62.81	78
الكويت	59.51	59.40	60.49	60.38	60.42	59.79	60.30	93
السعودية	66.37	68.00	67.47	68.50	64.71	61.03	58.84	101
الأردن	56.71	57.13	57.97	58.02	57.82	59.24	57.93	108
مصر	56.35	57.33	58.67	59.06	60.22	56.06	55.51	122
لبنان	60.99	61.33	61.76	62.20	59.62	56.44	54.97	128
السودان	48.79	48.95	49.38	50.98	49.36	45.92	45.39	161
جيبوتي	44.85	44.06	44.59	45.14	49.98	45.42	45.06	163
الجزائر	49.22	48.80	49.17	49.58	48.10	44.65	44.86	164

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: موقع أطلس بيانات العالم؛ <http://ar.knoema.com/atlas/ranks>، تاريخ التصفح: 2017/12/25.

احتلت الإمارات المركز الأول عربياً طوال الفترة 2010-2016 في مؤشر سهولة الأعمال، بينما احتلت المركز 34 عالمياً سنة 2016 بـ 74.22 نقطة، تليها المغرب في المركز 63 عالمياً بـ 66.22 نقطة، ثم جاءت البحرين في المركز 64 عالمياً بـ 66.22 نقطة، ثم سلطنة عمان وقطر في المركز 66 و 67 عالمياً على التوالي، ثم تونس 78 عالمياً والكويت 93 والسعودية 101 عالمياً، فيما جاءت الجزائر في المراتب الأخيرة حيث احتلت المركز 14 عربياً و 164 عالمياً. وهو ما يعكس صعوبة أداء الأعمال في الدول العربية.

خامساً: مؤشر التنمية البشرية: يصدر برنامج الأمم المتحدة الإنمائي تقرير التنمية البشرية منذ سنة 1990، ويضم مؤشر التنمية البشرية ثلاث مجموعات تعكس مؤشرات التنمية البشرية (مرتفع- متوسط- ضعيف)، وهو مؤشر مركب يقيس متوسط ما تم تحقيقه في الدولة لجهة تعزيز التنمية البشرية (الصحة، التعليم ومعدل دخل الفرد) [ المؤسسة العربية لضمان الصادرات وإئتمان الصادرات، 2005، ص: 69]. والجدول التالي يبين مكانة الدول العربية في مؤشر التنمية البشرية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015:

الجدول رقم (4.3): وضع الدول العربية في مؤشر التنمية البشرية ما بين سنتي 2010-2015

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	الترتيب العالمي (2015)
قطر	0.83	0.84	0.84	0.85	0.86	0.86	35
السعودية	0.80	0.82	0.83	0.84	0.85	0.85	38
الإمارات	0.82	0.83	0.83	0.83	0.84	0.84	42
البحرين	0.81	0.81	0.82	0.82	0.82	0.82	47
الكويت	0.79	0.79	0.80	0.79	0.80	0.80	51
سلطنة عمان	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	53
لبنان	0.73	0.76	0.76	0.77	0.76	0.76	76
الجزائر	0.72	0.73	0.74	0.74	0.74	0.75	83
الأردن	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	0.74	86
تونس	0.71	0.72	0.72	0.72	0.72	0.73	97
ليبيا	0.76	0.71	0.74	0.73	0.72	0.72	102
مصر	0.67	0.67	0.68	0.69	0.69	0.69	112
العراق	0.65	0.66	0.66	0.66	0.65	0.65	121
المغرب	0.61	0.62	0.63	0.64	0.65	0.65	123

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: موقع أطلس بيانات العالم؛ <http://ar.knoema.com/atlas/ranks>، تاريخ التصفح: 2017/12/25.

حازت قطر على المركز الأول عربياً في مؤشر التنمية البشرية خلال الفترة 2010-2012، فيما تناوبت السعودية والإمارات على المركز الثاني والثالث عربياً، تليهما البحرين في المركز الرابع. أما المركز الخامس والسادس فتناوبت عليه هو الآخر كل من الكويت وسلطنة عمان خلال نفس الفترة، ثم جاءت لبنان في المركز السابع والجزائر في المركز الثامن عربياً و83 عالمياً سنة 2015، تليها الأردن في المركز التاسع عربياً و86 عالمياً، ثم تونس وليبيا في المركز العاشر والحادي عشر عربياً و97 و102 عالمياً على التوالي. ثم مصر، العراق والمغرب في المركز 12 و13 و14 عربياً و112 و121 و123 عالمياً وعلى التوالي. وهذا الوضع أو التصنيف للدول العربية يدل هو الآخر على تخلف التنمية البشرية في الدول العربية مقارنة بالدول المتقدمة.

سادساً: مؤشر الأداء ومؤشر الإمكانات للإستثمار الأجنبي المباشر الوارد [فايدي وقاسي، 2015، ص: 64]: صدر هذا المؤشر عن أمانة مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD لأول مرة في تقريرها عن الإستثمار سنة 2002 وطورته في التقارير اللاحقة وينقسم إلى مؤشرين:

- ❖ **مؤشر الأداء:** ويشير إلى مدى نجاح الدولة في جذب الإستثمار الأجنبي المباشر من خلال قياس حصة الدول في الإستثمار الأجنبي المباشر الوارد عالميا كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويتم أخذ متوسط آخر ثلاث سنوات للحد من تأثير العوامل الموسمية.
- ❖ **مؤشر يقيس إمكانية الدولة في جذب الإستثمار الأجنبي:** وينقسم إلى (13) مكون لقياس هذه الإمكانيات وهي: معدل نمو الناتج المحلي، متوسط دخل الفرد، نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي، خطوط الهاتف الثابت، خطوط الهاتف المحمول، متوسط استهلاك الطاقة للفرد، نسبة الإنفاق على البحوث من الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الملحقين بالدراسات العليا إلى إجمالي السكان، نسبة صادرات الموارد الطبيعية للعالم، نسبة الواردات من قطع الغيار للأجهزة الكهربائية وصادرات السيارات للعالم، نسبة صادرات الدولة من الخدمات للعالم ونسبة الرصيد التراكمي للإستثمار الأجنبي بالدولة من العالم.

تقسم UNCTAD الدول وفق نقاط المؤشرين السابقين إلى أربعة مجموعات وذلك على النحو التالي:

- ✓ مجموعة الدول السباقة (أداء مرتفع وإمكانيات مرتفعة).
  - ✓ مجموعة الدول دون الإمكانيات (أداء منخفض وإمكانيات مرتفعة).
  - ✓ مجموعة الدول أعلى من الإمكانيات (أداء مرتفع وإمكانيات منخفضة).
  - ✓ مجموعة الدول ذات الأداء المنخفض (أداء منخفض وإمكانيات منخفضة).
- سابعاً: المؤشر المركب لمناخ الإستثمار في الدول العربية:** في محاولة لقياس أداء الاقتصاديات العربية وتوصيف مناخها الاستثماري، قامت المؤسسة العربية لضمان الإستثمار منذ سنة 1996 بوضع مؤشر مركب. حيث يقيس درجة التحسن أو التراجع في مناخ الاستثمار. وتستند المنهجية التي تم اعتمادها لتعريف البيئة الاقتصادية المستقرة والمحفزة والجاذبة للإستثمار، على أنها تلك التي تتميز بعدم وجود عجز في الميزانية العامة، يقابله عجز مقبول في ميزان المدفوعات ومعدلات متدنية للتضخم وسعر صرف غير مغالا فيه، وبنية سياسية ومؤسسية مستقرة وشفافية يمكن التنبؤ بها لأغراض التخطيط المالي، التجاري والاستثماري. تقع الخصائص الأربعة الأولى ضمن السياسات الاقتصادية وتمثل محصلة ونتائج لسياسات تم اتباعها خلال فترات زمنية محددة [ البشير، لا توجد سنة النشر، ص: 02-03].

يتكون المؤشر المركب لمناخ الاستثمار في الدول العربية من المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تشمل على مؤشر السياسة النقدية معبرا عنه بمعدل التضخم، ومؤشر التوازن الداخلي معبرا عنه بنسبة عجز أو فائض الميزانية العامة للدولة إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر التوازن الخارجي معبرا عنه بعجز أو فائض الحساب الجاري لميزان مدفوعات الدولة مع العالم الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. ويستخدم معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي لأغراض المقارنة [ المؤسسة العربية لضمان الإستثمار وائتمان الصادرات، 2008، ص: 18].

تاسعا: مؤشر ضمان لجاذبية الإستثمار: يصدر هذا المؤشر ضمن تقرير مناخ الإستثمار سنويا منذ سنة 2012/2013 عن المؤسسة العربية لضمان الإستثمار. ويتكون مؤشر ضمان لجاذبية الإستثمار من ثلاثة مجموعات رئيسية يندرج تحتها (11) مؤشرا فرعيا (مؤشر الإستقرار الإقتصادي الكلي، مؤشر الوساطة المالية والقدرات التمويلية، مؤشر البيئة المؤسسية، مؤشر بيئة أداء الأعمال، مؤشر حجم السوق وفرص وسهولة النفاذ إليه، مؤشر الموارد البشرية والطبيعية، مؤشر عناصر التكلفة، مؤشر الأداء اللوجستي، مؤشر الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، مؤشر إقتصاديات التكتل، مؤشر عوامل التميز والتقدم التكنولوجي)، تتفرع بدورها إلى 58 متغيرا كيميا، غالبيتها العظمى متوسط قيمة المتغير خلال ثلاث سنوات وذلك لتعزيز قوة النتائج وتقليل آثار التقلبات في البيانات الناجمة عن الصدمات الخارجية والداخلية والتي تبعد مؤقتا بعض المتغيرات عن مستواها العادي، تقيس في مجموعها قدرة الدول على جذب الإستثمار الأجنبي.

تشير نتائج المؤشر العام لجاذبية الإستثمار لسنة 2017 إلى أن مجموعة الدول العربية حلت في المرتبة الرابعة على مستوى العالم من بين سبعة مجموعات جغرافية بمتوسط لقيمة المؤشر يبلغ 41.6 نقطة، ومتوسط لترتيب الدول داخل المجموعة يبلغ 68 نقطة، وكانت دول مجموعة منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية قد حلت في المرتبة الأولى، تلتها دول شرق آسيا والمحيط الهادي في المرتبة الثانية، ثم دول أوروبا وآسيا في المرتبة الثالثة، فيما جاءت دول أمريكا اللاتينية والكاريبية بعد الدول العربية في المرتبة الخامسة، ثم دول جنوب آسيا في المرتبة السادسة وأخيرا دول إفريقيا في المرتبة السابعة. ومقارنة بتقرير سنة 2016 فقد ارتفعت جاذبية الدول العربية للإستثمار الأجنبي المباشر بدرجة طفيفة نتيجة إرتفاع قيمة المؤشر في الدول العربية.

على مستوى المجموعات العربية توضح نتائج المؤشر العام للجاذبية أن دول الخليج (السعودية، الإمارات، الكويت، قطر، سلطنة عمان والبحرين) بشكل عام تصدرت بأفضل أداء عربي بقيمة 51.1 نقطة من إجمالي 100 نقطة خلال سنة 2016، حيث حلت في المرتبة الأولى عربيا، وذلك بعدما ارتفع أداؤها بشكل طفيف مقارنة بسنة 2016. كما حلت دول المشرق العربي (مصر، لبنان والأردن) في المرتبة الثانية عربيا بقيمة 42.5 نقطة، مع ارتفاع أداؤها مقارنة بمؤشر سنة 2016. ثم جاءت دول المغرب العربي (تونس، الجزائر والمغرب) في المرتبة الثالثة عربيا بقيمة 40.3 نقطة ثم حلت أخيرا دول الأداء الضعيف [المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2017، ص: 26-28].

#### 4.1. التوزيع الجغرافي لمشاريع الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية والشركات الواردة إليها

حسب آخر الإحصائيات الواردة في تقرير الإستثمار العالمي لسنة 2017، تراجعت تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الإقتصاديات النامية لسنة 2016، بمعدل 14.1% إلى نحو 646 مليار دولار، وواصلت حصتها من التدفقات العالمية التراجع لنسبة 37% مقارنة بحصة بلغت 42% سنة 2015، وقد انخفضت التدفقات الواردة إلى الدول الآسيوية وخصوصا شرق وجنوب شرق آسيا بمعدل 20.5% إلى 101 مليار دولار سنة 2015، كما تراجعت التدفقات الواردة إلى إفريقيا وأمريكا اللاتينية والكاريبية إلى 59 و142 مليار دولار على التوالي.

في المقابل ارتفعت التدفقات الواردة إلى الدول المتقدمة بنسبة 4.9% إلى 1032 مليار دولار سنة 2016 لتمثل 59% من إجمالي التدفقات العالمية، وذلك نتيجة ارتفاع التدفقات الواردة إلى أمريكا الشمالية بنسبة 9% إلى 425 مليار دولار سنة 2016، في مقابل انخفاض التدفقات الواردة إلى الإتحاد الأوروبي بمعدل 5.8% إلى 533 مليارات سنة 2016 [ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، 2017، ص: 13].

أما على صعيد مشاريع الإستثمار الأجنبي المباشر الجديدة في العالم تشير قاعدة بيانات أسواق الإستثمار الأجنبي المباشر (FDI Markets) التي أعدها مؤسسة الفايانانشيال تايمز (Times Financial) إلى أن سنة 2016 شهدت قيام نحو 11 ألف شركة بإطلاق أكثر من 18 ألف مشروع جديد في مختلف أنحاء العالم قدرت تكلفتها الاستثمارية الإجمالية بنحو 919 مليار دولار بمتوسط 50.6 مليون دولار لكل مشروع، وقد ساهمت تلك المشروعات في توفير نحو 2.6 مليون وظيفة جديدة بمتوسط 141 وظيفة من كل مشروع.

ومقارنة مع سنة 2015 فقد شهدت سنة 2016 تراجعا طفيفا عن السنة السابقة في مؤشر عدد المشاريع وعدد الشركات المنفذة لها فيما ارتفعت مؤشرات التكلفة الإستثمارية الإجمالية للمشروعات والوظائف التي وفرتها.

أما خلال الفترة مابين سنتي 2003 و2016 فقد شهد العالم قيام نحو 81 ألف شركة بإطلاق نحو 229 ألف مشروع جديد في مختلف أنحاء العالم قدرت تكلفتها الإستثمارية الإجمالية بأكثر من 12.4 تريليون دولار بمتوسط 54.3 مليون دولار لكل مشروع، وقد ساهمت تلك المشروعات في توفير أكثر من 35 مليون وظيفة جديدة بمتوسط 153 وظيفة من كل مشروع.

أما فيما يخص الدول العربية فقد شهدت تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر الواردة إليها ارتفاعا بنسبة 25% من 24.6 مليار دولار سنة 2015 إلى 30.8 مليار دولار سنة 2016، إلا أنها لم ترق إلى ثلث

قيمة التدفقات القياسية التي بلغت سنة 2008 والمقدرة بـ 96.3 مليار دولار. وقد مثلت الإستثمارات الواردة إلى الدول العربية ما نسبته 1.8% من الإجمالي العالمي البالغ 1774 مليار دولار، و4.8% من إجمالي الدول النامية البالغ 646 مليار دولار. وكانت حصة الدول العربية من إجمالي التدفقات العالمية خلال الفترة الماضية قد شهدت ارتفاعاً بشكل ملحوظ من 0.4% سنة 2000 إلى 6.6% سنة 2009 وهو أعلى مستوى لها، ثم تراجعت مرة أخرى إلى 1.4% سنة 2015 ليلعب متوسط السنة خلال الفترة ما بين سنتي 2000 و2016 نحو 3.2%.

وقد تواصل خلال سنة 2016 تركيز الإستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الدول العربية في عدد محدود من الدول العربية حيث استحوذت كل من الإمارات ومصر والسعودية على نحو 79.7% من إجمالي التدفقات الواردة إلى الدول العربية، وسيتم توضيح ذلك من خلال الجدولين الآتيين:

الجدول رقم (5.3): تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية لسنتي 2015-2016 (بالمليون دولار)

الدولة	2015	2016	الحصة من الإجمالي لسنة 2016 (%)	قيمة التغير	نسبة التغير (%)
الأردن	1600	1539	5.0	-61	-4
الإمارات	8795	8986	29.2	191	2
البحرين	-797	282	0.9	1079	135
تونس	1002	958	3.1	-44	-4
الجزائر	-584	1546	5.0	2130	365
جيبوتي	124	160	0.5	36	29
السعودية	8141	7453	24.2	-688	-8
السودان	1728	1064	3.5	-665	-38
الصومال	306	339	1.1	33	11
العراق	-7752	-5911	-19.2	1841	24
سلطنة عمان	-2692	142	0.5	2834	105
فلسطين	103	269	0.9	166	161
قطر	1071	774	2.5	-297	-28
الكويت	293	275	0.9	-19	-6
لبنان	2353	2564	8.3	211	9
ليبيا	726	493	1.6	-233	-32
مصر	6925	8107	26.3	1182	17
المغرب	3255	2322	7.5	-933	-29
اليمن	-15	-561	-1.8	-546	-3532
الإجمالي	24582	30798	100	6216	25

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2017.

الجدول رقم (6.3): تطور تدفقات الإستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية بين سنتي 2010-2016 (بالمليون دولار)

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأردن	1.69	1.49	1.55	1.95	2.18	1.60	1.54
الإمارات	80.80	7.15	8383	9.49	10.82	8.80	8.99
البحرين	0.16	0.10	1.55	3.73	1.52	-0.80	0.28
تونس	1.51	1.15	1.60	1.12	1.06	1.00	0.96
الجزائر	2.30	2.58	1.50	1.68	1.51	-0.58	1.55
جيبوتي	0.04	0.08	0.11	0.29	0.15	0.12	0.16
السعودية	29.23	16.31	12.18	8.86	8.01	8.14	7.45
السودان	2.06	1.73	2.31	1.69	1.25	1.73	1.06
سورية	1.47	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
الصومال	0.11	0.10	0.11	0.26	0.28	0.31	0.34
العراق	1.40	1.88	3.40	-3.26	-10.34	-7.75	-5.91
سلطنة عمان	1.24	1.63	1.37	1.61	1.51	-2.69	0.14
فلسطين	0.21	0.35	0.06	0.18	0.16	0.10	0.27
قطر	4.67	0.94	0.40	-0.84	0.04	1.07	0.77
الكويت	1.30	3.26	2.87	1.43	0.95	0.29	0.27
لبنان	3.71	3.14	3.11	2.66	2.91	2.35	2.56
ليبيا	1.91	0.00	1.43	0.70	0.05	0.73	0.49
مصر	6.39	-0.48	6.03	4.26	4.61	6.93	8.11
المغرب	1.57	2.57	2.73	3.30	3.56	3.25	2.32
اليمن	0.19	-0.52	-0.53	-0.13	-0.23	-0.02	-0.56
الإجمالي	69.95	44.25	50.59	38.97	31.01	24.58	30.80

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2017.

تصدرت الإمارات مجموع الدول العربية، فيما يتعلق باستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال سنة 2016، باستحواذها على ما يعادل 29.2% من إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية، مسجلة 9 مليارات دولار. كما تصدرت من حيث استقطابها للمشاريع الاستثمارية الأجنبية الجديدة خلال الفترة من 2003 إلى 2016 حيث استقطبت 4492 مشروعاً استثمارياً أجنبياً جديداً من إجمالي 12192 مشروعاً استثمارياً جديداً خلال تلك الفترة. تلتها مصر في المركز الثاني بقيمة 8.11 مليار دولار وبحصة 26.3%، وجاءت السعودية في المرتبة الثالثة بقيمة 7.45 مليار دولار وبنسبة 24.2%.

ثم حل لبنان رابعاً بقيمة 2.56 مليار دولار وحصة 8.3% ثم المغرب في المركز الخامس بقيمة 2.32 مليار دولار وبنسبة 7.5%.

جاء في دراسة تحليلية أصدرتها وزارة الاقتصاد لرصد حركة الاستثمار الأجنبي المباشر لمجموعة الدول العربية خلال سنة 2016 في ضوء واقع حركة تدفقات وأرصدة الاستثمارات التراكمية العالمية والاستثمارات العربية المباشرة الداخلة والخارجة إلى مختلف دول العالم رصد تحليلي للمشروعات الاستثمارية الأجنبية الجديدة الواردة إلى الدول العربية خلال الفترة من 2003 حتى 2016، وإجمالي مشاريع الاستثمارات العربية البنينية حسب التوزيع القطاعي، وأهم 10 قطاعات خلال الفترة 2003 و2016. وأفادت بأن الإمارات تمتلك اقتصاداً تنافسياً عالمياً، مشيرة إلى أن نحو 25% من أكبر 500 شركة عالمية اتخذت من الإمارات مقراً لعملياتها الإقليمية، كما زاد فوز الإمارات باستضافة معرض «إكسبو 2020» من عوامل الجذب التي تتمتع بها الدولة.

يترجم تقدم الإمارات في تقارير التنافسية العالمية المكانة المتميزة التي تتمتع بها كوجهة عالمية للاستثمار، حيث حلت في المرتبة الأولى على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والمرتبة 16 عالمياً في تقرير التنافسية العالمي لسنة 2016 و2017، الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي، كما حلت في المرتبة الأولى على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والمرتبة 26 عالمياً في تقرير سهولة ممارسة الأعمال 2017، الصادر عن البنك الدولي، كما حلت أيضاً في المرتبة الأولى على مستوى الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والمرتبة 23 عالمياً في تقرير تمكين التجارة العالمي 2016 الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي [الموقع؛ <http://www.alittihad.ae/details.php?id=53970&y=2017>، تاريخ التصفح: 2017/12/22].

وأضافت الدراسة أن الاستثمارات الإماراتية بالخارج أثبتت كفاءة عالية في الأسواق الإقليمية والدولية، وفي مختلف القطاعات الاقتصادية الحيوية، واستطاعت الشركات الإماراتية تعزيز تنافسية الاقتصاد الوطني في عدد من الصناعات والخدمات العالمية المتقدمة مثل صناعة الطيران وخدمات النقل الجوي والمواصلات والتعدين، إضافة إلى تقدم كبير حققته في مجال الطاقة المتجددة.

أما على صعيد أرصدة الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى الدول العربية فقد شهدت ارتفاعاً من 807 مليار دولار سنة 2015 بمعدل 3% لتبلغ 834 مليار دولار سنة 2016، ولتمثل ما نسبته 3.3% من الإجمالي العالمي البالغ نحو 25.2 تريليون دولار سنة 2016. والموضحة في الجدول الآتي:

الجدول رقم (7.3): تطور أرصدة الإستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية بين سنتي

2010-2016 (بالمليون دولار)

الدولة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
الأردن	21898.59	23384.65	24933.10	26945.94	29059.42	30628.52	32148.43
الإمارات	63868.77	71020.87	79849.24	89340.23	100163.61	108958.71	117944.41
البحرين	15153.99	22332.45	23875.00	27603.72	29122.34	28324.47	28606.38
تونس	31374.23	31757.49	34059.07	33773.00	31562.97	34689.45	29304.80
الجزائر	19540.20	22120.56	23619.98	25312.87	26819.60	26232.29	27778.29
جيبوتي	878.47	956.47	1066.47	1352.47	1505.48	1629.48	1789.48
السعودية	176377.95	186758.13	199032.13	20796.96	215908.75	224049.77	231502.31
السودان	15690.31	17424.69	19736.15	21424.04	22675.32	24403.69	25467.46
سورية	9938.75	10742.91	10742.91	10742.91	10742.91	10742.91	10742.91
الصومال	566.19	668.19	775.52	1033.52	1316.52	1622.52	1961.52
العراق	7965.31	9847.61	13248.01	18379.21	23161.01	15408.71	9497.51
سلطنة عمان	14986.75	16614.75	17979.75	19591.75	21097.75	18405.75	18547.75
فلسطين	2175.30	2328.00	2336.00	2459.00	2487.00	2511.00	2588.00
قطر	30563.95	31502.47	31898.35	31057.96	32098.35	33169.23	33943.13
الكويت	11883.50	15175.96	18144.32	16097.15	15732.92	14603.67	14259.72
لبنان	44285.03	47422.08	50533.40	53194.50	56101.62	58454.82	61018.75
ليبيا	16334.50	16334.50	17759.50	18461.50	18511.50	19237.16	19729.72
مصر	73094.60	72611.90	78643.00	82893.00	87485.00	94307.00	102324.00
المغرب	45081.59	44515.94	45245.67	51815.96	51192.04	49670.52	54784.22
موريتانيا	2372.22	2960.97	4349.56	5475.24	5976.28	6478.35	6750.00
اليمن	4857.56	4339.14	3808.14	3674.54	3441.44	3425.99	2864.99
الإجمالي	608887.75	650819.71	701635.26	748525.47	786161.80	806954.01	833553.76

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2017.

تركزت الأرصدة أيضاً في عدد محدود من الدول حيث استحوذت كل من السعودية والإمارات ومصر على 54.2% من إجمالي الأرصدة الواردة للدول العربية. تصدرت السعودية بقيمة 231.5 مليار دولار وبحصة 27.8% ثم تلتها الإمارات في المركز الثاني بقيمة 118 مليار دولار وبحصة 14.1%، كما جاءت مصر في المرتبة الثالثة بقيمة 102.3 مليار دولار وبنسبة 12.3% من الإجمالي العربي ثم حل لبنان رابعاً

بقيمة 61 مليار دولار وبحصة 7.3% ثم المغرب في المركز الخامس بقيمة 54.8 مليار دولار وبنسبة 6.6%.

وكشف التقرير عن ارتفاع عدد الشركات الأجنبية العاملة في الدول العربية من 6109 شركة في أبريل 2015 إلى 6587 شركة في أبريل من سنة 2016 مما أدى إلى ارتفاع حصة المنطقة من 7 إلى 7.6% من إجمالي عدد الشركات المستثمرة خارج حدودها في العالم، كما تستثمر تلك الشركات في 11541 مشروع في المنطقة العربية وبنسبة 5.4% من إجمالي عدد المشروعات الأجنبية القائمة في العالم والمقدرة بنحو 214 ألف مشروع وذلك منذ سنة 2003 وحتى أبريل 2016.

وقد تركزت شركات ومشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر في المنطقة في عدد محدود من الدول حيث استحوذت كل من الإمارات والسعودية ومصر والمغرب على ما يزيد عن 60% من مشروعات وشركات الاستثمار الأجنبي بالمنطقة.

انطلاقاً من تحليل قاعدة بيانات الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI Markets)، يمكن استخلاص مجموعة من المؤشرات المهمة أبرزها:

✓ شهدت سنة 2016 إنشاء 773 مشروعاً استثمارياً أجنبياً جديداً في الدول العربية بزيادة طفيفة عن 2015، وقد قدرت تكلفتها الاستثمارية بنحو 94 مليار دولار حيث وفرت تلك المشروعات ما يزيد عن 115 ألف فرصة عمل.

✓ حلت مصر في مقدمة الدول المستقبلة لمشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر لسنة 2016 بقيمة 40.9 مليار دولار تمثل 44.3% من الإجمالي تلتها السعودية بقيمة 11.8 مليار دولار وبحصة بلغت 12.8% ثم الإمارات بقيمة 9.8 مليار دولار وبحصة 10.6%.

✓ تصدرت الصين قائمة أهم المستثمرين في المنطقة لسنة 2016 بقيمة 29.5 مليار دولار وبنسبة 31.9% من الإجمالي تلتها الإمارات بقيمة 15.2 مليار دولار وبحصة بلغت 16.4% ثم الولايات المتحدة الأمريكية بنحو 7 مليارات دولار وبحصة بلغت 7.6%.

✓ خلال الفترة ما بين سنتي 2003 وحتى 2016 يقدر عدد الشركات الأجنبية العاملة في الدول العربية بنحو 6946 شركة بنسبة تزيد عن 8.5% من إجمالي عدد الشركات المستثمرة خارج حدودها في العالم والمقدر عددها 81.65 ألف شركة، كما تستثمر تلك الشركات في ما يزيد على 12 ألف مشروع في المنطقة العربية وبنسبة تبلغ نحو 5.2% من إجمالي عدد المشروعات الأجنبية القائمة في العالم والمقدرة بنحو 233 ألف مشروع [ المؤسسة العربية لضمان الاستثمار واتئمان الصادرات، 2017، ص: 17]. وللتوضيح أكثر تم إدراج الجدول الآتي:

الجدول رقم (8.3): توزيع إجمالي مشاريع الإستثمارات الجديدة الواردة إلى الدول العربية خلال الفترة 2016-2003

الدولة المستقبلة	عدد المشروعات	التكلفة (مليون دولار)	عدد الوظائف	عدد الشركات
الأردن	335	47359	70515	265
الإمارات	4492	152345	391605	3705
البحرين	637	34971	81922	519
تونس	410	27279	95965	336
الجزائر	399	64661	104040	331
جيبوتي	30	5018	5410	28
السعودية	1369	163577	153069	995
السودان	71	8898	16847	57
سورية	162	28324	40582	136
الصومال	18	1086	1297	17
العراق	320	61511	50819	246
سلطنة عمان	571	49628	95679	418
فلسطين	15	1214	3174	9
قطر	765	90855	89754	650
الكويت	346	12609	39671	286
لبنان	243	15418	42064	217
ليبيا	160	31654	31355	148
مصر	877	185730	241218	633
المغرب	888	64382	241772	698
موريتانيا	31	5404	8170	27
اليمن	53	13695	14500	49
<b>الإجمالي</b>	<b>12192</b>	<b>1065618</b>	<b>1819428</b>	<b>9770</b>

المصدر: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2017.

تركزت شركات الإستثمار الأجنبي المباشر في المنطقة خلال الفترة مابين سنتي 2003 وحتى 2016 في عدد محدود من الدول، أولها الإمارات التي حظيت بـ: 3705 شركة، بنسبة 37.9% من الإجمالي العربي، وثانيها السعودية بـ: 995 شركة وبنسبة 10.2% من الإجمالي العربي، وجاءت المغرب في المرتبة الثالثة بـ: 698 شركة وبنسبة 7.1% من الإجمالي.

قدرت التكلفة الإستثمارية الإجمالية للمشروعات الإستثمارية الأجنبية في الدول العربية خلال الفترة ما بين سنتي 2003 و2016 بقيمة تزيد عن تريليون دولار بنسبة 8.7% من الإجمالي العالمي البالغ 12.6 تريليون دولار، كما تم تقدير إجمالي فرص العمل التي وفرتها تلك المشروعات بما يزيد عن 1.8 مليون فرصة عمل بنسبة 5.1% من الإجمالي العالمي البالغ 35.5 مليون فرصة عمل.

## II. خصائص أسواق رؤوس الأموال العربية ونشأتها

يبلغ عدد الدول العربية التي لديها أسواق نظامية 17 دولة يصدر بياناتها ويرصد تطوراتها صندوق النقد العربي بشكل فصلي، والذي أنشأ قاعدة بيانات لأسواق رؤوس الأموال العربية بهدف جمع البيانات حول أنشطة البورصات العربية، ومعالجتها بصورة منسقة، وإعداد مؤشرات أدائها باستخدام منهجية موحدة، ونشرها بصورة دورية ومنتظمة لزيادة الوعي الإستثماري في هذه الأسواق، وتفعيل دورها التنموي في الإقتصاد، وتمكين المستثمرين فيها من اتخاذ القرارات الإستثمارية السليمة.

يعود تأسيس أغلب أسواق رؤوس الأموال العربية إلى فترات السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي، باستثناء سوق مصر الذي يعتبر أول سوق عربي للأوراق المالية إذ يعود تاريخ إنشائها إلى سنة 1883، تلتها بورصة بيروت 1920، وبورصة الدار البيضاء سنة 1929، ولم يكن في المنطقة العربية حتى منتصف عقد الثمانينات سوى ستة بورصات في كل من مصر، المغرب، تونس، الأردن، الكويت ولبنان، وفي سنة 1989 شهدت المنطقة العربية قيام سوق البحرين المالي وسوق مسقط للأوراق المالية، وسوق بغداد المالي، إضافة إلى سوق الأسهم السعودي. أما العقد الأخير من القرن العشرين فقد شهد تطورات ملحوظة في مجال إنشاء بورصات جديدة في كل من السودان، قطر، فلسطين، الإمارات والجزائر.

شهدت غالبية الدول العربية تغيرات وتطورات تختلف من سوق لأخرى في الأطر التشريعية والقانونية والفنية المنظمة لها، أدت إلى تطورات ملحوظة خلال السنوات القليلة الماضية تجسدت في نمو رسمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها في ظل تحديث الأطر القانونية والمؤسسية والإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها، لكن رغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب لأن هذه الإصلاحات لا تكفي بل يقتضي الأمر توفير المناخ الاستثماري الملائم. وما تجدر الإشارة إليه هو وجود تباين بين هذه الأسواق من حيث درجة التنظيم والتطور.

## 1.2. خصائص أسواق رؤوس الأموال العربية

إن عملية رصد الوضع الراهن لأسواق رؤوس الأموال العربية يكشف عن وجود عدد من الخصائص الأساسية المشتركة التي تتميز بها، فقد واجهت هذه الأسواق مجموعة من المشكلات والعقبات الرئيسية التي اعترضت نموها وحدثت من كفاءة أدائها، وإذا كان لكل سوق خصوصيته التي تشتق من ظروف نشأته ونمط تشريعاته ونظمه وهياكله، فإن لهذه الأسواق قاسما مشتركا من المشكلات الرئيسية التي يمكن حصرها في الآتي:

### 1) ضآلة الحجم النسبي لأسواق الأوراق المالية العربية:

تتميز أسواق رؤوس الأموال العربية بضيق نطاق السوق من حيث النقص الشديد في عرض أدوات الاستثمار المالي وضآلة الطلب عليه في هذه الأسواق [دوابه، 2009، ص: 19]. ويقاس من خلال تطور عدد الشركات المسجلة بالسوق، ونسبة الإصدارات الجديدة للنتاج المحلي وذلك بالنسبة لسوق الإصدار، أما بالنسبة لسوق التداول فتقاس طاقتها النسبية من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي.

يتراوح متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية حوالي 93 شركة سنة 2017 [صندوق النقد العربي - أداء أسواق الأوراق المالية العربية - النشرة الفصلية، 2017، ص: 85]، ويعتبر هذا العدد منخفضا جدا مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتقدمة، حيث يصل متوسط عدد الشركات في الأسواق الناشئة إلى حوالي 400 شركة، وفي الأسواق المتقدمة إلى 750 شركة. وهذا مؤشر على ضيق نطاق السوق وانخفاض الحجم النسبي للأسواق العربية [زودة، 2017، ص: 184]. والجدول الآتي يوضح عدد الشركات المدرجة في أسواق رؤوس الأموال العربية:

الجدول رقم (9.3): عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية سنتي 2016-2017

السوق	2016	2017
سوق أبو ظبي للأوراق المالية	68	67
بورصة عمان	224	194
بورصة البحرين	45	43
سوق الأسهم السعودي	175	186
سوق الكويت للأوراق المالية	216	216
بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء	75	75
بورصة الجزائر	2	2
بورصة الأوراق المالية بتونس	79	81
سوق دبي المالي	60	63
سوق دمشق للأوراق المالية	24	24
سوق الخرطوم للأوراق المالية	67	67
سوق فلسطين للأوراق المالية	49	48
سوق مسقط للأوراق المالية	131	131
بورصة قطر	42	42
بورصة بيروت	30	30
البورصة المصرية	222	223
<b>المجموع</b>	<b>1509</b>	<b>1492</b>

المصدر: صندوق النقد العربي- أداء أسواق الأوراق المالية العربية- النشرة الفصلية، 2017، ص: 85.

تصدرت السوق المصرية المركز الأول من حيث عدد الشركات المدرجة في سنتي 2016 و 2017 ب: 222 و 223 على التوالي، تليها سوق الكويت ثم سوق عمان ثم السوق السعودية، أما سوق الجزائر فقد جاءت في آخر ترتيب الدول العربية.

أما ضعف الطلب في أسواق رؤوس الأموال العربية، فيرجع أهم أسبابه إلى استحواذ معاملات الأفراد على الجزء الأكبر من حجم التعامل في الأسواق العربية. فعلى سبيل المثال خلال سنة 2015 استحوذ الأفراد على 89.80% من حجم التعامل في السوق المالية السعودية، بينما استحوذت المؤسسات على 10.20%، وذلك على عكس الحال في أسواق الدول المتقدمة حيث تلعب المؤسسات المحلية دورا هاما في تنشيط السوق، وتستحوذ على أكثر من 60% من حجم التعامل مقابل 40% للأفراد.

وإلى جانب ذلك توجد أسباب أخرى لضعف الطلب منها: انخفاض معدل الادخار في العالم العربي، حيث لا تتجاوز نسبته 22% من إجمالي الناتج المحلي لسنة 2017 [موقع البنك الدولي؛ <http://databank.albankaldawli.org>، تاريخ التصفح: 2017/12/27]، انخفاض معدل دوران الأسهم، وكذلك انخفاض العائد على الأوراق المالية، إضافة إلى قصور الوعي لدى جمهور المدخرين، ووجود بعض القيود على طرح إصدارات أوراق مالية لأسواق عربية في أسواق عربية أخرى.

## (2) الدور المحدود للمستثمر المؤسسي في عملية التداول وقيادة السوق:

من أهم أسباب انخفاض الطلب في أسواق رؤوس الأموال العربية هو ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في هذه الأسواق، حيث يرى البعض أن إرتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي من شأنها أن تقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسعير الأوراق المالية، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

وتبرز أهمية المستثمر المؤسسي من خلال مساهمته في صناعة سوق رؤوس الأموال وبالتالي تحقيق العمق والإتساع فيها، والمساهمة في إكسابها صفة الإستمرارية والسيولة بالتكلفة المناسبة وفي الوقت والسرعة المناسبين، ويقلل بشكل كبير من تأثيرات الأزمات المالية، ويجنب هذه الأسواق النتائج السلبية التي تفرزها الإختلالات من خلال قدرة المستثمرين المؤسسين في السيطرة على عمليات طرح الأوراق المالية للبيع، وهو ما حصل في الأزمة العالمية لسنة 2008 من خلال التدخل لشراء الأوراق المالية من الأسواق، مما يقلل الإنخفاضات الحادة في تلك الأسواق، وبالمقابل تتميز إستثمارات الأفراد بالإندفاع العالي، مع تركيزهم على أسهم الشركات المنخفضة القيمة لسهولة المضاربة على أسهمها من دون الإلتفاف إلى مؤشرات أدائها وربحياتها، وبالتالي تحصل مغالاة في أسعار معظم الشركات المعرضة للمضاربة [مداني، 2016، ص: 06].

والجدول التالي يوضح نسب المتداولين في بعض الأسواق العربية:

الجدول رقم (10.3): حصص المتداولين من التعاملات في بعض أسواق المال العربية لسنتي 2014-

2015

2015		2014		السوق
التعاملات حسب طبيعة المستثمر (%)				
مستثمرون مؤسسات	مستثمرون أفراد	مستثمرون مؤسسات	مستثمرون أفراد	
47.70	52.30	37.60	62.40	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
26.90	73.10	28.10	71.90	سوق دبي المالي
61.70	38.30	57.20	42.80	بورصة البحرين
10.20	89.80	10.20	89.80	السوق المالية السعودية
69.80	30.20	71.10	28.90	سوق مسقط للأوراق المالية
44.90	55.10	42.10	57.90	بورصة قطر
52.90	47.10	33.40	66.60	سوق الكويت للأوراق المالية
39.00	61.00	29	71	البورصة المصرية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016، ص: 496.

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015، ص: 473.

يتضح من خلال الجدول السابق أن دور المستثمر المؤسسي تطور خلال سنة 2015 في كل من سوق أبو ظبي للأوراق المالية وبورصتي البحرين وقطر والبورصة المصرية، في حين نجد أن السوق المالية السعودية سجلت أدنى نسبة تعاملات المستثمرين المؤسسين حيث لم تتجاوز نسبة 11%، في حين سيطر المتداولون الأفراد على التعاملات في كل من السوق السعودية بنسبة 89.80% خلال سنتي 2014 و2015، وبنسبة تجاوزت 71% و52% في كل من سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية على التوالي، أما سوق مسقط للأوراق المالية فبلغت فيها نسبة تعاملات المستثمرين نسبة 71.10% و69.80% خلال سنتي 2014 و2015 على التوالي لتعادل ما تحققه مثيلاتها في بعض الدول المتقدمة.

### (3) إرتفاع درجة تركيز عمليات التداول وانخفاض الطاقة الإستيعابية:

تعاني معظم أسواق رؤوس الأموال العربية من تركيز عمليات التداول في عدد محدود من الأسهم، وهو ما يعني انخفاض نسبة تداول الأسهم النشطة إلى إجمالي حجم التداول، مما يعكس صغر عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك إلى تركيز بعض كبار المستثمرين على الاحتفاظ بأسهم الشركات الواعدة، إضافة إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة، وخاصة أسهم شركات القطاع العام.

أما فيما يخص الطاقة الإستيعابية لأسواق رؤوس الأموال العربية والتي يقصد بها مدى قدرة هذه الأسواق على استقطاب المدخرات وتحويلها إلى استثمارات مالية، ويمكن قياسها من خلال مقارنة حجم الإصدارات

الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي والإدخار المحلي الإجمالي، ويلاحظ انخفاض حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى أقل من 50% في معظم الأسواق العربية، في حين نجدها في معظم الأسواق الناشئة تتجاوز 150% [زودة، 2017، ص: 186].

#### 4) ضعف الفرص المتاحة للتنوع:

تتسم أسواق رؤوس الأموال العربية بعدم التنوع الكافي في الأوراق المالية المطروحة، وهو ما يؤدي إلى تقليل الفرصة المتاحة للمستثمرين لتنوع محافظ أوراقهم المالية ويزيد من درجة المخاطرة، وخاصة في ظل سياسة القطيع التي تحكم غالبا سلوك المستثمرين في الأسواق العربية رغم وجود بعض القطاعات الواعدة ذات الربحية العالية، وغياب الرقابة التي تضمن حداً أدنى من الإفصاح، وتقطع السبيل أمام الشائعات، وتوفر الحماية الملائمة لكسب ثقة المستثمرين. وهذه السمة المشتركة تضع قيوداً على استراتيجيات الإستثمار؛ سواء المستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي في معظم أسواق رؤوس الأموال العربية [الأسرج، لا توجد سنة النشر، ص: 57-58].

#### 5) ضعف درجة السيولة:

من الوظائف الأساسية لسوق رؤوس الأموال الكفاء هي تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها، لما يمثله ذلك من عامل جذب للمستثمر المحلي والأجنبي. ويعكس واقع أسواق رؤوس الأموال العربية ضعف درجة سيولتها وانخفاض عمليات التداول وانخفاض عدد الأيام التي تتم فيها هذه العمليات خلال السنة. ويعتبر مؤشر دوران الأسهم خير مقياس لتحقيق السيولة لنشاط حركة التداول من حيث عدد الصفقات وقيمتها، ومن ثم يمكن تحديد حجم السوق ونشاطها، ويمكن معرفة درجة سيولة أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال دراسة تطور معدل دوران الأسهم والذي سجل إنخفاضاً كبيراً في معظم الأسواق العربية خلال سنة 2017، حيث بلغ هذا المعدل 17.3% في سوق الخرطوم وهو الأنشطة خلال هذه الفترة، تلتها السوق المالية السعودية والبورصة المصرية بنحو 10.00 و 8.10% على الترتيب، ويتراوح هذا المعدل ما بين 1.00 و 4.5% في أسواق كل من الكويت وأبو ظبي ودبي وقطر وفلسطين وعمان والدار البيضاء وبيروت ومسقط. فيما كان هذا المعدل أقل من 01% في سوق الجزائر، دمشق، البحرين وتونس [صندوق النقد العربي - أداء أسواق الأوراق المالية العربية - النشرة الفصلية الربع الثالث، 2017، ص: 10]. في حين تبلغ هذه المعدلات في الدول الناشئة كجمهورية كوريا نحو 150% وجنوب إفريقيا 266%.

تجدر الإشارة إلى أنه رغم أهمية السيولة في السوق إلا أن لهذا الأمر جانباً سلبياً يتمثل في المساعدة على إيجاد مناخ يشجع على الاستثمار قصير الأجل، مما يثبط من عزم المستثمرين على اتخاذ قرارات الاستثمار طويل الأجل، ويتيح المجال أمام المضاربين.

**(6) التقلبات الشديدة في الأسعار:**

تتسم أسواق رؤوس الأموال العربية بشدة التقلبات في حركة الأسعار باعتبارها أسواقاً ناشئة حيث تعتمد هذه الأسواق على التمويل من مصادر خارجية ممثلة في القروض وإصدار مزيد من الأسهم مع اعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا التمويلي في ظل ما يسمى (الرفع المالي) من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية، مما يثير المخاوف لدى المستثمرين ويعرضهم لخسائر مرتفعة. لذا فإن بعض الأسواق العربية وضعت هامشاً مسموحاً به لمدى تغير السعر اليومي للورقة المالية المتداولة للحد من هذه التقلبات في الأسعار. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الآتي:

**الجدول رقم (11.3): معدل التقلب في مؤشر أسعار الأوراق المالية العربية سنتي 2014-2015**

2015	2014	السوق
معدل التقلب في مؤشر الأسعار %		
6.30	7.7	بورصة عمان
14.70	22.30	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
24.30	38.20	سوق دبي المالي
6.50	7.20	بورصة البحرين
7.00	6.60	بورصة تونس
22.40	20.08	السوق المالية السعودية
2.90	4.80	سوق دمشق للأوراق المالية
9.40	15.90	سوق مسقط للأوراق المالية
16.60	21.00	بورصة قطر
7.90	10.50	سوق الكويت للأوراق المالية
22.60	21.10	البورصة المصرية
8.50	6.80	بورصة الدار البيضاء
<b>15.00</b>	<b>22.40</b>	<b>المعدل العام</b>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016، ص: 495.

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015، ص: 472.

من خلال الجدول السابق يتضح أن سوق دبي المالي يتصدر التقلبات في مؤشر أسعار الأسواق العربية خلال سنتي 2014 و2015 بنسبة 38.20 و24.30% على التوالي، تليها في المركز الثاني سوق أبو ظبي سنة 2014 والسوق السعودية سنة 2015 بنسبة 22.30 و22.40 على التوالي، ثم البورصة المصرية والقطرية بنحو 21% سنة 2014، أما في سنة 2015 فقد جاءت البورصة المصرية في المركز الثالث بنسبة 22.60% والبورصة القطرية في المركز الرابع بنسبة 16.60% والتي شهدت تحسناً مقارنة

بسنة 2014. أما المستويات الدنيا للتقلبات في مؤشر أسعار فحقتها بورصتي تونس والدار البيضاء. أما المعدل العام للتقلبات في مؤشر أسعار الأوراق المالية العربية فقد بلغ 22.40% سنة 2014 و 15.00% سنة 2015.

### (7) ضآلة عرض الأدوات الاستثمارية:

تعاني أسواق رؤوس الأموال العربية من نقص واضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، ويبرز ذلك جليا من خلال سيطرة الأسهم ووسائل التمويل التقليدية على التعاملات في هذه الأسواق. ويعود ذلك لعدة أسباب نذكر منها ما يلي:

✓ سيطرة النمط العائلي للشركات المساهمة في العديد من أسواق رؤوس الأموال العربية، مما يترتب عليه احتفاظ مؤسسي هذه الشركات بالغالبية العظمى من الإصدارات الخاصة بأسهم الاكتتاب سواء الجديدة أو الإصدارات اللاحقة لها عند الزيادة في رأس المال، وهذا ما يحرم السوق من الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويجعل قاعدة المساهمين والمتعاملين ضيقة للغاية [ الهندي وانطون، 2000، ص: 253].

✓ طبيعة أسواق السندات والتركيز الرأسي لإصدارها من قبل الدولة ومؤسساتها العامة؛ لقد اعتمدت الحكومات العربية في الآونة الأخيرة على الاقتراض المحلي لتمويل العجز في الموازنة العامة من خلال طرحها للسندات للاكتتاب العام، غير أن النمط المؤسسي لتملك هذه السندات قد حال دون تداولها في السوق، فمعظم الإصدارات من هذه السندات يتم الاكتتاب بها من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وهذه المؤسسات تحتفظ بهذه السندات دون طرحها للتداول، وقد انعكس ذلك في ضآلة ما هو معروض من هذه الأدوات في الأسواق الثانوية.

✓ ضعف أسلوب توزيع الاكتتابات: لقد كان أسلوب التوزيع قائما على الاتصال الشخصي المباشر، وذلك بسبب الافتقار إلى المؤسسات التي تقوم بضمان التغطية والمعاونة في توزيع الاكتتاب.

✓ محدودية أحجام التداول وقلة عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق؛ وتعزى محدودية حجم التداول إلى امتلاك الحكومات ومؤسسات القطاع العام لجزء كبير من الأسهم المصدرة، وغالبا ما تتجه هذه الفئات إلى الاحتفاظ بهذه الأسهم لفترات طويلة [ التقرير الإقتصادي العربي، 2000، ص: 182].

### (8) قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية وضعف نشاط السوق الأولي:

تعاني أسواق رؤوس الأموال العربية من تدني الطلب على الأوراق المالية، ومن العوامل التي يعزى إليها هذا الأمر ما يلي:

✓ انخفاض معدل الادخار الفردي وعدم ثباته بسبب تدني الدخل النقدي وعدم استقرار أوضاع الفئات التي تحققه.

- ✓ منافسة الحكومات ومؤسساتها لجمهور المدخرين في الطلب على أسهم الشركات وحيازتها وحرمان السوق منها من جهة، علاوة على منافسة الأوراق المالية الحكومية والأوعية الادخارية للبنوك في تحجيم الطلب على الأوراق المالية للشركات من جهة أخرى.
- ✓ تفضيل السيولة في الاستثمار قصير الأجل؛ لقد اتجهت معظم المدخرات الخاصة نحو الودائع الادخارية لدى البنوك التجارية وصناديق الادخار، نظرا لما يتطلبه الاستثمار في سوق رؤوس الأموال من توافر مستوى عال من الوعي الادخاري والتوظيفي لدى المدخرين.
- ✓ تدني الوعي الاستثماري في الأوراق المالية وضعف ثقة الراغبين بمكاتب أو شركات الوساطة.
- ✓ انخفاض ربحية الأدوات الاستثمارية؛ وهو ما يتعلق جزئيا بالواقع الضعيف للشركات المصدرة لهذه الأدوات وجزئيا ما يتصل بضعف كفاءة أو خبرة العاملين من الوسطاء والسماسرة وصناع السوق.
- ✓ ضآلة الدور الذي تلعبه المؤسسات المحلية في تنشيط السوق.
- ✓ ضعف الفرص المتاحة للتنوع؛ تتسم جميع أسواق رؤوس الأموال العربية بضعف الفرصة المتاحة للمستثمر لتنوع محفظة أوراقه المالية.
- ✓ محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير إحتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى رغبتهم في السيطرة على إدارة شركاتهم وعدم إخضاعها لمراقبة السلطات والتزامها بالشفافية والإفصاح والمعايير المحاسبية الدولية.

#### 9) قصور الأطر التشريعية والتنظيمية التي تحكم أسواق رؤوس الأموال العربية:

على الرغم من التطور الملحوظ في هذا الجانب والإجراءات التي اتخذتها الدول العربية في سبيل تحديث القوانين والتشريعات المتعلقة بأسواقها، إلا أنها لا تزال تواجه العديد من أوجه الضعف التي تحد من تطور أسواق رؤوس الأموال العربية، تخلف أو قصور النظم والتشريعات التي تحكم أصول وقواعد العمل في السوقين الأولية والثانوية، ويبدو هذا واضح في عدد من الجوانب وتتمثل في [مناضل وخضير، لا توجد سنة النشر، ص: 7-8]:

- ✓ غياب الاستقلال الإداري لبعض أسواق رؤوس الأموال العربية وقلة الصلاحيات المخولة لها وافتقارها لأدوات الرقابة التي تساعد على إدارة الأوراق المالية.
- ✓ غياب المؤسسات المساندة ذات الأثر المباشر على سوق الأسهم والمكملة لدوره، ومن أهم هذه المؤسسات الشركات الصانعة للسوق، حيث أدى غيابها في بعض الأسواق إلى زيادة مدة التقلبات في أسعار الأسهم وزيادة مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق. كما تفتقر أسواق رؤوس الأموال العربية إلى مؤسسات الحفظ والإيداع المركزي وشركات التسوية والمقاصة والتي من شأنها التقليل من مخاطر الإخفاق، التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في السوق، بالإضافة إلى زيادة سرعة تبادل الأوراق المالية بين المتعاملين، كما تفتقر معظم أسواق رؤوس الأموال العربية إلى شركات الترويج وضمن

الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة وإلى وجود وكالات محلية لتصنيف وتقييم الملائة الائتمانية، وهي تلعب دورا كبيرا في إنجاح عمليات الخصخصة وخاصة في الأوقات التي يتم فيها طرح كميات من الأسهم يصعب على السوق استيعابها.

✓ الإفتقار إلى النصوص القانونية الواضحة والصريحة المنظمة لإشهار المعلومات، والمتعلقة بالشركات وسير أعمالها، وكشف حقيقة مراكزها المالية، وقد ترتب على ذلك ضعف الرقابة على الشركات، وتعذر توفير الضمانات الأساسية من ناحية صحة المعلومات، مما يؤدي إلى تعريض حقوق المستثمرين للضياع، وينجم عنه عدم الثقة بالسوق والإحجام عن الإستثمار.

### (10) دقة الإفصاح وتدقيق المعلومات:

تعد المعلومات روح أسواق رؤوس الأموال والمصدر الرئيس لاتخاذ قرارات الاستثمار سواء بالبيع أو الشراء، والاستمرارية في تدفقها وتوقيت نشرها وصحتها ودقتها ومصداقيتها هي الأساس في كفاءة أسواق رؤوس الأموال. حيث أقرت المنظمة الدولية لهيئات أسواق المال عددا من المبادئ بخصوص موضوع الإفصاح تنص على "الإفصاح الكامل والدقيق، وفي المواقيت المناسبة، عن المعلومات المالية ونتائج الأعمال والمعلومات الأخرى اللازمة للمستثمر لاتخاذ قراره الاستثماري، إضافة إلى حصول مالكي الأوراق المالية أو مساهمي الشركات على معاملة عادلة ومتساوية، خصوصا في ما يتعلق بالحق في الحصول على البيانات والمعلومات وحتى لا تستغل المعلومات الداخلية لمصلحة فئة على حساب الأخرى، إضافة إلى إعداد البيانات المالية وتدقيقها طبقا للمعايير المحاسبية والمراجعة المقبولة دوليا" [وصاف وعاشور، لا توجد سنة النشر، ص: 04].

ومن الوسائل الهامة لتحقيق ذلك الإلتزام بتطبيق الإفصاح الكامل للمعلومات اللازمة للمستثمر والتي تساعده على اتخاذ القرار الإستثماري السليم وتحديد المخاطر والعوائد المتوقعة من الإستثمار، وفرض العقوبات على الشركات المساهمة التي لا تلتزم بنشر التقارير الدورية والبيانات المالية، لتحقيق العدالة والكفاءة والشفافية للمتعاملين، إذ يجب أن تعزز التشريعات ممارسات السوق والتي تضمن المعاملة العادلة وتضمن مستوى عال من الشفافية وتوفر المعلومات للمتعاملين في وقت واحد.

لقد أسهم تدني مستوى الإفصاح والشفافية باعتماد العديد من المتعاملين في أسواق رؤوس الأموال العربية على الإشاعات التي يروجها المضاربون بهدف تعزيز حجم الطلب على أسهم بعض الشركات ورفع سعرها. وهذا بالطبع يسبب خسائر كبيرة لصغار المستثمرين، فمعايير المحاسبة الدولية لا تستخدم من قبل جميع الشركات المساهمة، كما أن جودة التقارير المالية متفاوتة من سوق إلى آخر، فالكثير من الشركات لا توفر بيانات وحسابات تفصيلية شاملة، وتقتصر على توفير الحد الأدنى للإفصاح كنشر الميزانية السنوية، وعادة ما يتأخر صدور هذه البيانات في كثير من الأحيان، كما أن النصوص القانونية في بعض أسواق رؤوس

الأموال العربية لا تلزم الشركات المدرجة فيها بإصدار تقارير نصف أو ربع سنوية، فضلا عن ذلك فإن أسواق رؤوس الأموال العربية تفتقر إلى وجود كفاءات فنية قادرة على فهم البيانات المالية في حالة توفرها [التقرير الإقتصادي العربي، 2000، ص: 185].

من خلال ما سبق وبالرغم من التفاوت الموجود بين أسواق رؤوس الأموال العربية من حيث الأداء ودرجة الإنفتاح على بعضها البعض أو على باقي أسواق رؤوس الأموال العالمية، إلا أنها تتشابه إلى حد كبير في أهم خصائصها مثل عدم قدرتها على تحقيق السيولة الكافية واللازمة نتيجة قلة عدد الصفقات المبرمة وتدني قيمتها ما يعكس الحجم الفعلي لهذه الأسواق ودرجة نشاطها، إضافة إلى قلة الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتنويع محافظهم، وإرتفاع درجة التركيز في كل أسواق رؤوس الأموال العربية نتيجة لقلّة الأسهم ذات الجاذبية، وتتميز كذلك أغلب أسواق رؤوس الأموال العربية بتدني عدد الشركات المدرجة بها ما يرفع من فرص التقلبات الغير المبررة في الأسعار لاسيما مع الضعف الملموس في الأطر القانونية المنظمة للإفصاح المالي وفي نظم الرقابة، الأمر الذي أدى إلى هجرة أموالها نحو أسواق رؤوس أموال عالمية أكثر تقدما. وأصبح بذلك ضيق نطاق أسواق رؤوس الأموال العربية وضعف دورها داخل إقتصادياتها أمر يهدد إستمرارها وبقائها، ما دفع بالقائمين عليها للتفكير في عملية الربط بينها والذي ترجم في العديد من الإتفاقيات الثنائية والثلاثية بينها كحل يمكن أن يدعمها لتخطي عوائقها ويساعدها على تعبئة المدخرات في الداخل وجذب الأموال العربية في الخارج لضخها في مشاريع مشتركة.

## 2.2. نشأة أسواق رؤوس الأموال العربية، التشريعات وآليات العمل فيها

إيماننا بالدور القائد لأسواق رؤوس الأموال في حث معدلات النمو، رسمت جهود الإصلاح الإقتصادي مع مطلع الثمانينات عهدا جديدا في إدارة الرساميل والمشاريع الإستثمارية في الدول العربية فاتحة الباب للقطاع الخاص لتأسيس الشركات المساهمة، وقد تضافرت تلك الجهود لتنتشئ بعض الأسواق العربية أو لتطوير القائمة منها. ورغم الحداثة النسبية لعمر أسواق رؤوس الأموال العربية مقارنة بالأسواق المتطورة وبعض الأسواق الناشئة، إلا أن المتابع يدرك حقيقة المنحنى الإيجابي الذي سلكته البنية التشريعية والمؤسسية لبعض الأسواق العربية منذ تأسيسها.

### 1.2.2. سوق الأسهم السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة العربية، ولديها إمكانيات للنمو والتطور على الرغم من أن عدد الشركات المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى، إلا أن القيمة السوقية الإجمالية، ومعدل رسملة السوق، بلغت لتشكّل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مجتمعة. وسيتم التطرق إلى نشأة السوق المالية السعودية بالتفصيل في الفصل الرابع.

### 2.2.2. بورصة قطر

تعود نشأة سوق رؤوس الأموال في قطر إلى عقد الخمسينيات حيث بدأت السوق منذ ذلك الوقت تشق طريقها نحو تجميع الأموال واستثمارها خدمة للإقتصاد القطري، واقترن ذلك بإنشاء شركة قطر الوطنية للملاحة والتقلبات في منتصف سنة 1975، والذي يمثل بداية الإنطلاق في تأسيس الشركات المساهمة العامة في قطر، تبعه بعد ذلك تأسيس شركة قطر للتأمين وبنك قطر الوطني في سنة 1964، وقد أعقب ذلك استمرار عمليات التأسيس للشركات المساهمة القطرية موزعة على مختلف الأنشطة الإقتصادية حتى وصل عدد شركات المساهمة التي تم إدراج أسهمها عند إفتتاح السوق إلى 17 شركة موزعة على أربعة قطاعات تبعا لطبيعة نشاطها.

وفي غياب السوق المنظمة، كان التعامل بأسهم الشركات يتم من خلال عدد من مكاتب وشركات الوساطة غير المتخصصة أو المرخصة لممارسة هذا النوع من العمل، حيث كان كل وسيط يمثل سوقا قائما بذاته تتحدد فيه أسعار البيع والشراء والكميات التي يتم التعامل فيها، وقد أدى ذلك إلى [عبد الحليم، 2013، ص: 89].

- ✓ عدم تحقيق عدالة التعامل في كثير من الأحيان نتيجة التحكم في الأسعار.
- ✓ غياب المعلومات عن وضع الشركات.
- ✓ صعوبة تسييل الأسهم.

كان هذا حافزا للجهات المختصة للتفكير جديا في تأسيس سوق منظمة للأوراق المالية، حيث شرعت وزارة المالية والإقتصاد والتجارة منذ سنوات في دراسة موضوع إنشاء السوق بمساعدة مؤسسات عربية دولية. وفي سنة 1995 صدر القانون رقم 14، والخاص بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية، بصفته الإطار القانوني الذي يحكم عمل السوق كمؤسسة عامة تقوم بتنظيم التعامل في الأوراق المالية والإشراف عليها بما يساهم في استكمال البنية الأساسية للقطاع المالي في دولة قطر [عبد الحليم، 2013، ص: 90].

تأسست سوق الدوحة للأوراق المالية سنة 1995 وبدأت عملها رسميا في سنة 1997، ومنذ ذلك الوقت تطورت البورصة لتصبح واحده من أهم أسواق الأسهم في منطقة الخليج.

في جوان 2009، قامت شركة قطر القابضة، وهي الذراع الاستثماري لجهاز قطر للاستثمار، بتوقيع اتفاقية مع بورصة NYSE Euronext من أجل تشكيل شراكة إستراتيجية بهدف تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة دولية وفقا لأعلى المستويات، كما وفرت هذه الشراكة فرصة قيمة لبورصة NYSE Euronext في إثبات وجودها المهم في الشرق الأوسط. كما أعيدت تسمية السوق لتأخذ اسم بورصة قطر بعد توقيع اتفاقية الشراكة [موقع بورصة قطر؛ <https://www.qe.com.qa/ar/about-qse>، تاريخ التصفح: 2018/01/07].

مثلت الإتفاقية مع بورصة NYSE Euronext بداية مرحلة جديدة بالنسبة لبورصة قطر. وقد ساعدت هذه الشراكة على جعل بورصة قطر سوقا من الطراز العالمي وتعزيز مركز الدوحة لتكون مركزا ماليا إقليميا، حيث يجري العمل على استحداث منتجات جديدة ليتم تداولها في البورصة وتعزيز الإمكانيات التكنولوجية وتسهيل إمكانية دخول المستثمرين والجهات المصدرة إليها.

يتمحور الهدف الأساسي للبورصة في دعم الاقتصاد القطري من خلال تزويد المستثمرين بمنصة يقومون من خلالها بعمليات التداول بنزاهة وكفاءة. كما تقوم البورصة بتطبيق النظم والقوانين الخاصة بالأوراق المالية على أكمل وجه وتقوم بتوفير معلومات دورية للجمهور حول التداول وضمان إفصاح الشركات المدرجة فيها عن بياناتها بشكل سليم.

### 3.2.2. بورصة البحرين

تعود البدايات الأولى لظهور بورصة البحرين إلى تأسيس أول شركة مساهمة عامة بحرينية في سنة 1957، ليتواصل بعدها تأسيس شركات مساهمة أخرى لتصل ذروتها في بداية الثمانينيات، وهي الفترة التي شهدت نشاطا كبيرا لتداول أسهم الشركات المساهمة العامة في سوق غير رسمي عرف آنذاك بـ "سوق الجوهرة"، وكنتيجة لتوصية توصلت إليها دراسة مشتركة قامت بها حكومة البحرين ومؤسسة التمويل الدولية IFC تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في سنة 1987، بموجب المرسوم رقم 04 لبياشر السوق عمله بشكل رسمي في جوان 1989 تحت اسم سوق البحرين للأوراق المالية [ موقع سوق البحرين؛ <http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets/>، تاريخ التصفح: 2018/01/07]. وكانت عدد الشركات المدرجة فيه آنذاك 29 شركة مساهمة في حين أن الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة هي الأسهم العادية، وكان نظام التداول المطبق فيه هو نظام التداول اليدوي وكان يدعى "نظام المزايدة المكتوبة".

ومع تطور البورصة بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرستها البورصة بحيث تم إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية، وفي سنة 1999 تم تطبيق نظام التداول الآلي والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل إلكتروني بدلاً عن النظام اليدوي، كما شهدت سنة 2002 انتقال المسؤوليات التشريعية والرقابية من وزارة التجارة إلى بنك البحرين المركزي لتصبح بذلك سوق البحرين للأوراق المالية خاضعة لرقابة وإشراف المصرف المركزي.

في سنة 2010 وبموجب مرسوم رقم ( 60 لسنة 2010) تأسست بورصة البحرين كشركة مساهمة مقفلة لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية. وفي نفس السنة انتقلت بورصة البحرين إلى مقر جديد مجهز بأحدث التجهيزات الفنية والتقنية بشكل يدعم جهود البورصة لتقديم مجموعة متنوعة ومتطورة من الخدمات التي تلبي احتياجات مصدري الأوراق والأدوات المالية بالإضافة إلى الوسطاء والمستثمرين [الربضي، 2015، ص:111].

منذ تأسيس البورصة انضمت العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والإتحاد الدولي للبورصات (WFE) واتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع لإفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الإطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال لموقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org/Members/Exchanges>، تاريخ التصفح: 2018/01/07].

من أهم أهداف بورصة البحرين ما يلي:

- ✓ تطوير سوق الأوراق المالية على نحو يخدم عملية التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- ✓ تشجيع الادخار ونشر الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه هذه المدخرات إلى القطاعات المنتجة.
- ✓ تطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل توفير السيولة والاستمرارية والعدالة وسلامة التعامل.
- ✓ الإشراف على تنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق بالتنسيق مع الجهات المختصة سواء في مرحلة التأسيس أو تعديل رأسمال الشركات.
- ✓ دعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية الأخرى بغرض الاستفادة من أساليب التعامل فيها مما يساعد على تطوير السوق المحلي.

#### 4.2.2. بورصة الكويت

عرف المستثمرون الكويتيون التداول في الأسهم مع إنشاء بنك الكويت الوطني في سنة 1952 كأول شركة مساهمة كويتية، بعدها أصدرت حكومة الكويت عددا من القوانين والقواعد لتنظيم أنشطة تداول الأوراق المالية، والتي بلغت ذروتها في شهر أوت 1983 مع صدور مرسوم أميري بإنشاء سوق الكويت للأوراق المالية، والذي كلف بمهام تنظيم أنشطة التداول ووضع ضوابط لها حتى موعد نقل مسؤولياته التنظيمية لهيئة أسواق المال، التي أنشئت بموجب القانون الجديد الذي تم التوقيع عليه من قبل أمير البلاد، والذي دخل حيز التنفيذ في 28 فيفري 2010.

كانت الكويت على الدوام رائدة بين الدول العربية على صعيد أنشطة الأوراق المالية، ففي نوفمبر 1995، طبقت سوق الكويت أول نظام للتداول الإلكتروني، وفي أكتوبر 1998، تم إدخال السوق الأجلة، وفي أوت 2003، تم إدخال سوق البيوع المستقبلية، وفي نوفمبر 2003 طورت نظام التداول الإلكتروني. وفي مارس 2005 تم تطبيق سوق الخيارات، وفي أواخر سنة 2009 وقع سوق الكويت للأوراق المالية عقد شراكة مع مجموعة "ناسداك أو أم إكس" والذي بموجبه تم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد "X-stream"، ونظام الرقابة الآلي "SMARTS"، كما تمت الاستفادة من نقل المعرفة والخبرة من مجموعة واسعة من خبراء "ناسداك أو أم إكس" في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة، سعيا لتحقيق أقصى إمتثال

ممكّن للمعايير الدولية وأفضل الممارسات في مجال أنشطة الأوراق المالية [ الربضي، 2015، ص: 101-102].

تأسست شركة بورصة الكويت في أبريل 2014 بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 بتاريخ 2013/11/20 وقانون هيئة أسواق المال رقم 2010/7. وتولت شركة بورصة الكويت إدارة عمليات سوق الأوراق المالية وتعود ملكيتها بالكامل إلى هيئة أسواق المال، التي تتولى المسؤولية عن رقابة جميع جوانب أسواق المال في الكويت.

يعتبر تأسيس بورصة الكويت الخطوة الأولى في خصخصة سوق الكويت للأوراق المالية، الذي تأسس سنة 1983، وفي 25 أبريل 2016 بدأت المرحلة الإنتقالية بتولي شركة بورصة الكويت رسمياً عمليات سوق الكويت للأوراق المالية. وفي 04 أكتوبر 2016، منحت هيئة أسواق المال بورصة الكويت الترخيص الرسمي كبورصة أوراق مالية رسمية لتحل محل سوق الكويت للأوراق المالية الذي انتهت شخصيته الإعتبارية [ التقرير السنوي لبورصة الكويت، 2016، ص: 19].

تقوم الخطة الاستراتيجية لشركة بورصة الكويت على تنمية أدوات الاستثمار وإعادة بناء سوق المال الكويتي ليصبح قادراً على المنافسة مع الأسواق المجاورة، بالإضافة إلى زيادة السيولة وجذب الاستثمارات. تعتمد شركة بورصة الكويت على إستراتيجية واضحة ودقيقة حيث أنها عيّنت مجموعة من الخبراء لضمان نجاح خطتها الانتقالية التي تركّز على توسيع خدمات الشركة وتحسين الوضع العام للسوق الكويتي. كما أنها تطرح أدوات ومنتجات جديدة وترفع مستوى البنية التحتية للبورصة وبيئة الأعمال لتتوافق مع المعايير العالمية بهدف تلبية احتياجات السوق. تهدف الشركة من خلال هذه الاستراتيجية إلى بناء سوق مالي قوي، وشفاف، وعادل يخدم جميع الفئات المعنية ويحمي مصالح العملاء [موقع بورصة الكويت؛ <http://www.boursakuwait.com>، تاريخ التصفح: 2018/01/07].

### 5.2.2. شركة بورصة عمان للأوراق المالية

عرف الأردن التداول بالأسهم منذ أوائل ثلاثينيات القرن العشرين، حيث كان التداول يتم من خلال سوق غير منظمة بواسطة بعض شركات الوساطة. وفي سنة 1930 تم تأسيس البنك العربي كأول شركة مساهمة عامة في الأردن وشركة التبغ والسجائر الأردنية سنة 1931، وشركة الكهرباء الأردنية سنة 1938 وشركة مصانع الإسمنت الأردنية سنة 1951. كما تم إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينيات. وتوالى تأسيس الشركات المساهمة ليصل 66 شركة سنة 1978.

خلال سنتي 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation IFC المنبثقة عن البنك الدولي بإجراء دراسات مكثفة تبين منها بأن حجم الاقتصاد الوطني ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة وتوزيع مساهمته فيها على عدد كبير من المستثمرين يبرر إنشاء هذه المؤسسة، إذ من المتوقع منها أن تضيف إلى السوق المالي الأردني

أعمالا اقتضى التطور الاقتصادي تغطيتها وتبليتها دعما له وبعثا لمزيد من النشاط الاقتصادي، وكثيرة لهذه الجهود فقد صدر القانون المؤقت رقم (31) لسنة 1976 والذي تم بموجبه تأسيس سوق عمان المالي كسوق منظمة وكجهة رقابية وتنفيذية في آن واحد وبأشر السوق أعماله بتاريخ 1/1/1978. ظل سوق عمان المالي يلبي احتياجات المستثمرين حتى منتصف عقد التسعينيات الذي بدأ يشهد تحولات كبيرة في صناعة الأوراق المالية، إلى أن صدر قرار الأوراق المالية في الأردن سنة 1997، وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت هي الجهة التي تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة. تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 بموجب قانون الأوراق المالية كمؤسسة مستقلة إداريا وماليا لا تهدف إلى الربح، وتدار من قبل القطاع الخاص وأوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن وتخضع لرقابة هيئ الأوراق المالية وإشرافها [ التقرير السنوي لبورصة عمان، 2016، ص: 07].

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص وكجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين لملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية والمقاصة. تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة. تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل، وحماية المتعاملين في سوق رؤوس الأموال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية. تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

قطع سوق عمان المالي منذ إنشائه وحتى تأسيس بورصة عمان شوطا طويلا، فقد ارتفع حجم التداول في السوق الثانوية من (9.7) مليون دينار سنة 1978، ليصل إلى (3.2) مليار دينار سنة 2016، كما تجاوزت القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها الحالية حوالي (17.3) مليار دينار مقارنة مع حوالي (286) مليون دينار في نهاية عام 1978. كما ارتفع عدد الشركات المدرجة من (66) شركة لسنة 1978 إلى (224) شركة في سنة 2016.

وفي 20 فيفري 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 للبورصة [ الموقع الرسمي لبورصة عمان؛ <https://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/10 ] تهدف شركة بورصة عمان إلى:

- ✓ إيجاد بيئة استثمارية جاذبة وآمنة ومنافسة تتسم بالشفافية والمصداقية.
- ✓ تطوير عمليات وأساليب وأنظمة تداول الأوراق المالية وفق أحدث الطرق المتبعة عالمياً.
- ✓ تطوير العمل في البورصة والتميز في الخدمات التي تقدمها للجهات ذات العلاقة.
- ✓ نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- ✓ تنمية الوعي الاستثماري لكافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- ✓ زيادة عمق وشفافية السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين.
- ✓ تعزيز التعاون المشترك مع البورصات والمنظمات والاتحادات العربية والإقليمية والدولية.

ومن المتوقع أن يساهم تحويل البورصة إلى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيتمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.

### 6.2.2. سوق أبو ظبي للأوراق المالية

تم تأسيس سوق أبو ظبي للأوراق المالية بموجب القانون المحلي رقم (3) لسنة 2000، وبموجب هذا القانون فإن السوق يتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامه، وله مراكز وفروع خارج إمارة أبو ظبي، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ 2000/11/15 [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/10]. ويهدف السوق إلى إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني ويكفل سلامة المعاملات ودقتها ويضمن تفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار وحماية المستثمرين وترسيخ أسس التعامل السليم والعادل و إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات وتنمية الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة، والمساهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي. وتتألف إدارة السوق من سبعة أعضاء يصدر بتعيينهم مرسوم أميري وتكون عضوية المجلس لمدة ثلاث سنوات ، وقد تم تشكيل أول مجلس إدارة للسوق بموجب المرسوم الأميري رقم (8) لسنة 2000.

## 7.2.2. سوق دبي المالي

تم تأسيس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة بموجب قرار حكومة دبي رقم 14 لسنة 2000، وبدأ السوق نشاطه في 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي إلى شركة مساهمة عامة برأسمال قدره 8 مليارات درهم مقسمة إلى 8 مليارات سهم، وتم طرح نسبة 20 % من رأسمال السوق، أي ما يعادل 1.6 مليار سهم للاكتتاب العام. وقد شهد الاكتتاب العام إقبالاً كبيراً وتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم، ويعتبر سوق دبي المالي أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، الأمر الذي يعكس زيادة حكومة دبي في مجال تخصيص المؤسسات الحكومية في المنطقة. كما يعتبر سوق دبي المالي أول سوق متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها. وفي 7 مارس 2007 تم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق برمز تداول (DFM) [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/10].

يعمل سوق دبي المالي كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق [التقرير السنوي لسوق دبي المالي، 2016، ص: 06].

يخضع سوق دبي المالي لتنظيمها لهيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية المتحدة، والتي لديها السلطة لفرض قوانين ومعايير يجب تطبيقها من قبل سوق دبي المالي. يتعاون سوق دبي المالي بشكل وثيق مع هيئة الأوراق المالية والسلع لحماية المستثمرين وتوفير أفضل بيئة للتداول عبر مبادرات عديدة مثل التداول بالهامش وآلية التسليم مقابل الدفع (DVP).

نجح سوق دبي المالي سريعاً في الوصول إلى مكانة رائدة على المستوى الإقليمي. وقد عززت الجهود الإستراتيجية المتوالية للسوق عبر نشر أفضل الممارسات العالمية مكانة دبي كمركز للتميز على المستوى الإقليمي، ورسخت وضعها الإمارة الرائدة في قطاع أسواق المال، من خلال الحرص على تبني أفضل الممارسات بما يلبي الاحتياجات المتزايدة للمستثمرين المحليين والعالميين [موقع سوق دبي المالي؛ <http://www.dfm.ae>، تاريخ التصفح: 2018/01/10].

يهدف سوق دبي المالي إلى التركيز الدائم على استراتيجية تنويع مصادر الدخل وتطوير توريد المنتجات والخدمات المبتكرة لزيادة نشاط السوق من قبل الأعضاء والمتعاملين لتحقيق قيمة للمتعاملين وهو ما يؤدي إلى دفع استراتيجية النمو إلى الأمام.

## 8.2.2. البورصة المصرية

تعتبر البورصة المصرية واحدة من أقدم البورصات التي تم إنشائها في الشرق الأوسط، حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية سنة 1883 وتلتها بورصة القاهرة سنة 1903 [ موقع بورصة مصر؛ <http://www.egx.com.eg>، تاريخ التصفح: 2018/01/10].

بورصتا القاهرة والإسكندرية أو البورصة المصرية "CASE" هي مؤسسة تضم بورصة القاهرة والإسكندرية في مصر، وتدار ككلاهما من طرف نفس المدراء ويتشاركان في نفس المعاملات، أي أنهما مؤسسة واحدة في موقعين منفصلين.

بدأ النشاط الرسمي للبورصة المصرية سنة 1888 في الإسكندرية، وسنة 1903 في القاهرة. وقد احتلت البورصة المصرية المرتبة الخامسة بين أنشط بورصات العالم سنة 1907 من حيث عدد المعاملات وقيمة التداول، حيث بلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة 228 شركة، بإجمالي رأس مال قيمته 91 مليون جنيه في ذلك الوقت.

في الأربعينيات احتفظت البورصة المصرية بالمركز الرابع عالميا لكن الإقتصاد المركزي والسياسات الإشتراكية للدولة المصرية بدءا من أواسط الخمسينيات أدت بالبورصة المصرية لأن تكون في حالة من الجمود حتى سنة 1992، وعادت تنشط في ظل آليات السوق والخصخصة بعد تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي سنة 1991 بدعم من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. وبدأت الحكومة المصرية إتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي وإعادة الهيكلة والاتجاه نحو سياسة اقتصادية ليبرالية، وكان لتبسيط اللوائح والإجراءات والخصخصة وصدور التشريعات الضرورية تأثير ايجابي على زيادة نشاط سوق الأوراق المالية، بعدها صدر قانون رأس المال رقم 95 لسنة 1992 ليضيف الكثير إلى الإطار القانوني المنظم لعمل البورصة المصرية [صلاح، 2008، ص: 6-7].

في سنة 1996 بدأت شركة مصر للمقاصة في مزولة عملها ثم تلا ذلك خطة شاملة لتطوير وتحديث البنية التحتية والتشريعية لمواكبة التطورات السريعة على الساحة الدولية، حيث أصبح للبورصتين مجلس إدارة واحد، وتم توحيد نظام التداول والمقاصة والتسوية بين البورصتين.

في سنة 1999 تم إنشاء إدارة للإفصاح لضمان تحقيق الكفاءة والشفافية بين المتعاملين، وفي سنة 2001 تم إنشاء شركة مصر لنشر المعلومات EGID وتلاها في نفس السنة إستبدال النظام الإلكتروني والذي تم تحديثه مرة أخرى سنة 2008 بنظام أكثر تطورا. وفي سنة 2002 تم لأول مرة إلغاء الحدود السعرية على الشركات الأكثر نشاطا.

وبدراسة مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الفترة 1990-2001 يتضح ارتفاع القيمة الرأسمالية للسوق من 8.8 مليون جنيه سنة 1991 إلى 119.8 مليون جنيه سنة 2000، وانخفضت إلى 110.3

مليون جنيه في يونيو 2001. وارتفع عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية من 627 شركة سنة 1991 إلى 1070 شركة في جويلية 2001، كما ارتفع حجم وقيمة الأسهم المتداولة بطريقة ملحوظة. وفي نهاية سنة 2002 بلغت القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية 26.1 مليون دولار، أي نحو 29% من الناتج المحلي الإجمالي. وتعتبر بذلك أكبر ثاني سوق أوراق مالية في الشرق الأوسط من حيث حجم التداول بعد السوق السعودية.

وبالرغم من ارتفاع مؤشرات أداء البورصة المصرية إلا أن التداول يتركز في عدد قليل من الشركات. وحتى نهاية 2003 كانت 1079 شركة مقيدة في البورصة المصرية. 36% من القيمة الرأسمالية للسوق تأتي من نشاط الشركات الكبرى، ونحو 90% من حجم المعاملات في البورصة تقوم به 18 شركة. في جويلية 2002 صدرت قواعد جديدة للقيود في البورصة وتطبيق قواعد حوكمة الشركات، وفي نهاية 2003 تم شطب 99 شركة لعدم توافقها مع قواعد القيد الجديدة.

في سنة 2005 تم إتمام الربط الآلي بين البورصة وشركة مصر للمقاصة كما بدأ العمل بنظام البيع والشراء في نفس الجلسة، وفي نفس السنة تم قبول البورصة المصرية في الإتحاد العالمي للبورصات WFE. وفي سنة 2006 نجحت البورصة في إدخال نظام التداول عبر الإنترنت، كما شهدت نفس السنة قيام شراكة إستراتيجية بين البورصة المصرية وناسداك OMX من خلال التشارك في شركة مصر لنشر المعلومات. وفي سنة 2007 تم تخفيض زمن التسوية للبورصة المصرية ليصبح T+2 بدلا من T+3، وتم إنشاء بورصة النيل للشركات المتوسطة والصغيرة في نفس السنة. بينما في سنة 2008 تم إعادة تسمية بورصتي القاهرة والإسكندرية لتصبح البورصة المصرية. ومثلت تلك الفترة فترة ازدهار حقيقية للبورصة المصرية حيث كانت في أوج نشاطها وسط صعود قوى للمؤشرات تأثراً بالنمو الاقتصادي المحلي والعالمى في تلك المرحلة.

لكن نشوء الأزمة العالمية وقيام ثورة 2011 في مصر أثر بشكل كبير على أداء البورصة المصرية حيث تراجعت أحجام التعاملات في السوق المصري بشكل ملحوظ خلال سنتي 2011 و2012 وواجهت البورصة المصرية تحديات جديدة نتيجة الحراك السياسي في تلك الفترة. ولكن هذا لم يثني البورصة المصرية عن خطط التطوير والتحديث التي كانت تقوم بها من أجل مواكبة التطورات السريعة والمتلاحقة في عالم سوق رؤوس الأموال، فانطلقت في جويلية 2013 إستراتيجية جديدة ومتكاملة تستهدف إعادة هيكلة السوق المصري وإعادته لمكانته الرائدة وسط الأسواق الناشئة. وستتضمن الإستراتيجية انفتاحاً كبيراً للسوق المصري على الأسواق العالمية، حيث سيتم قيد مجموعة من الشركات الإقليمية في السوق المصري للمرة الأولى تقريبا في تاريخ البورصة المصرية، كما سيتم إطلاق أول أداة مشتقة (Future) للبورصة المصرية في الأسواق العالمية بالتعاون مع نيويورك يورنكست. كما سيبدأ تركيز البورصة على زيادة مساهمتها في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال المشاركة في تأسيس شركات بنظام الاكتتاب العام لتحقيق أهداف

مجتمعية كبناء المدارس والمستشفيات وغيرها، مما سيسهم في خلق المزيد من فرص العمل [ موقع بورصة مصر؛ <http://www.egx.com.eg>، تاريخ التصفح: 2018/01/10].

### 9.2.2. سوق مسقط للأوراق المالية

تم إنشاء سوق مسقط للأوراق المالية بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88 /53 بتاريخ 21 جويلية 1988 ككيان واحد يهدف إلى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية وليسهم مع بقية المؤسسات المالية الأخرى في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة وقد كانت عبارة عن جهاز حكومي أهم أهدافها الإشراف على سير عمليات بيع وشراء الأوراق المالية والعمل على إرساء أسس العدالة في التسعير وسلامة الإجراءات وتسوية الحقوق والالتزامات أصوليا فيما بين أطراف التعامل - بائعين ومشتريين - وكانت تمارس الرقابة على شركات الوساطة للتأكد من سلامة عملها ورصد ونشر المعلومات عن شركات المساهمة المدرجة فيها والإفصاح عن بياناتها خدمة لجمهور المستثمرين.

استمرت السوق على هذا النحو إلى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم: 98/80 والذي نصت المادة (3) منه على إلغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية (السابقة) ليحل محلها جهازان هما الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية. سوق مسقط للأوراق المالية الحالية قد أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية وتستمد شرعيتها من المرسوم السلطاني السامي رقم: (98 /80)، حيث نصت المادة (9) منه على الآتي: يتم قيد وتداول الأوراق المالية في سوق يسمى "سوق مسقط للأوراق المالية" وتتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية ويكون مقرها مدينة مسقط وتتبع السوق الهيئة. أيضا تم إنشاء شركة مسقط للمقاصة والإيداع وهي عبارة عن شركة مساهمة عمانية مقفلة (ش.م.ع.م) تأسست بالمرسوم السلطاني السامي رقم: (98 /82) بتاريخ 25 فيفري 1998، وتمتلك سوق مسقط للأوراق المالية 60% من رأسمالها كما تمتلك البنوك وشركات الوساطة والاستثمار الحصة الباقية من رأسمالها.

لقد نصت المادة (11) من قانون سوق رؤوس الأموال على أن يقوم على إدارة السوق وتنظيم شئونها مجلس إدارة يختص بتصريف أمورها واتخاذ الإجراءات اللازمة لتحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها في حدود السياسة العامة للهيئة ويتولى مجلسها إعداد مشاريع اللوائح والأنظمة الداخلية والتعليمات اللازمة لتنظيم السوق وعرضها على مجلس إدارة الهيئة لاعتمادها ويشكل مجلس إدارة السوق من مدير عام السوق وممثل عن الهيئة والبنك المركزي العماني وأربعة أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة للسوق كما ويصدر مجلس إدارة الهيئة قرار بتعيين كل من مدير عام للسوق ورئيس مجلس إدارتها. أما الجمعية العامة للسوق فتتكون من شركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في السوق والوسطاء المرخص لهم والبنك المركزي العماني.

ظلت حكومة السلطنة تعمل على تطوير سوق الأوراق المالية العماني وذلك بتبني إصلاحات واسعة جعلتها مواكبة للأساليب والمعايير المتعارف عليها دوليا وذلك بغية استقطاب المدخرات المحلية وجذب

الاستثمارات الخارجية وقد شملت هذه الإصلاحات الجوانب التشريعية والتنظيمية بما فيها أسلوب التعامل بالأوراق المالية وآليات التسوية والمقاصة بالإضافة إلى الوساطة المالية. ونتيجة لهذا أصبحت سوق السلطنة مؤهلة لان تلعب دورا هاما في تنفيذ سياسة الدولة الرامية إلى تخصيص مؤسسات القطاع العام.

على صعيد العلاقات الإقليمية والدولية فان خطط إدارة سوق مسقط للأوراق المالية هي توطيد العلاقات الإستراتيجية بالبورصات العالمية فهي الآن عضو في اتحاد البورصات الأوربية والآسيوية واتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات العالمية هذا فضلا عن توقيعها مذكرات تفاهم مع بعض البورصات العالمية منها بورصة لندن، والبورصة المصرية والإسكندرية وبورصة كوالامبور [موقع سوق مسقط للأوراق المالية؛ <https://www.msm.gov.om> تاريخ التصفح: 2018/01/11].

تتيح السوق المجال لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها حكومة السلطنة أو شركات القطاع الخاص بالإضافة إلى وحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات استثمارية محلية أو غير محلية يوافق عليها السوق. ولتحقيق ذلك يعمل السوق على ما يلي [ التقرير السنوي لسوق مسقط للأوراق المالية، 2016، ص: 05]:

- ✓ تطوير أساليب وإجراءات التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات وحماية المتعاملين.
- ✓ تنمية الوعي الاستثماري من خلال التفاعل مع المتعاملين والمؤسسات التعليمية والاقتصادية لخدمة أهداف التنمية الاقتصادية.
- ✓ خلق بيئة عمل مهنية وترسيخ قواعد السلوك المهني بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية.
- ✓ مواكبة التطورات في الأسواق المالية بغية تطبيق التقنيات التي توفر مستوى عال من الأداء.
- ✓ تعميق السوق من خلال تشجيع إدراج شركات جديدة وتنويع أدوات الاستثمار.

### 10.2.2. سوق فلسطين

تأسست شركة سوق فلسطين للأوراق المالية "بورصة فلسطين" في سنة 1995 كشركة مساهمة خاصة، لتبدأ أولى جلسات التداول في 18 فيفري 1997. وفي مطلع فيفري من سنة 2010 كان التطور الهام في مسيرة السوق وتحولها إلى شركة مساهمة عامة تجاوبا مع قواعد الحوكمة الرشيدة والشفافية. وفي سبتمبر 2010 أطلقت السوق عن هويتها المؤسسية الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين" علامتها التجارية متخذة من "فلسطين الفرص" شعارا لها.

تعمل البورصة تحت إشراف هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، طبقاً لقانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004. وتسعى البورصة إلى تنظيم التداول في الأوراق المالية من خلال رزمة من القوانين والأنظمة الحديثة التي توفر أسس الحماية والتداول الآمن.

في سنة 2009، وضمن تصنيف لأسواق المال على صعيد حماية المستثمرين، حصلت البورصة على المركز الـ33 عالمياً، والمركز الثاني بين الأسواق العربية.

بلغ عدد الشركات المدرجة بالبورصة 48 شركة كما بتاريخ 2017/12/31 بقيمة سوقية تجاوزت 3,891 مليون دولار موزعة على خمسة قطاعات هي: البنوك والخدمات المالية، والتأمين، والاستثمار، والصناعة، والخدمات. في حين وصل عدد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالبورصة إلى 8 شركات [ موقع بورصة فلسطين؛ <http://www.pex.ps>، تاريخ التصفح: 2018/01/07].

تركز البورصة منذ نشأتها جهودها على ترويج الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة واستقطاب مستثمرين جدد أفراداً ومؤسسات على الصعيدين الإقليمي والدولي، إضافة إلى فلسطيني الشتات. كما تحرص بورصة فلسطين على مواكبة أحدث القوانين والتشريعات والأنظمة العصرية التي تسعى لضمان أقصى درجات الشفافية والنزاهة وحماية المستثمرين. وسعت إلى اقتناء أحدث التكنولوجيا في عالم أسواق المال، فكانت أول بورصة عربية مؤتمتة بالكامل، وتستخدم بورصة فلسطين نظام HORIZON لتداول الأوراق المالية ونظام SMARTS لمراقبة التداول، ويتولى مركز الإيداع والتحويل تحديث وحفظ سجلات المساهمين والقيام بعمليات التسوية والتقاص من خلال نظامه الإلكتروني "Equator" المرتبط بنظام التداول [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/10].

بورصة فلسطين مدرجة في أهم المؤشرات المالية العالمية، فهي ضمن مؤشر مستقل خاص "بفلسطين" في كل من مورغان ستانلي وستاندرد اند بورز، كما تم ترقية بورصة فلسطين في سبتمبر من سنة 2016 إلى لائحة الأسواق المبتدئة "Frontier Markets" ضمن مؤشرات فوتسي العالمية.

تتمثل القيم والمبادئ الأساسية للبورصة في الحوكمة الرشيدة، وتحقيق العدالة، والشفافية، والكفاءة، وتوفير الفرص المتساوية لكافة المستثمرين [موقع بورصة فلسطين؛ <http://www.pex.ps>، تاريخ التصفح: 2018/01/07].

#### ❖ أهم المحطات:

- 2016:- الحصول على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمية WFE.
- الترقية إلى الاسواق المبتدئة ضمن مؤشرات FTSE.
- إطلاق برنامج الاكتتاب الإلكتروني "إكتتاب".
- 2015:- إطلاق برنامج الإفصاح الإلكتروني "إفصاح".
- 2014:- إضافة فلسطين ضمن "لائحة المراقبة" لمؤشرات FTSE
- إدراج أول سندات قرض في تاريخ البورصة.
- 2013:- إطلاق مؤشر خاص بفلسطين ضمن مؤشرات ستاندرد آند بورز ومورغان ستانلي
- أعلى قيمة تداول في جلسة واحدة 48 مليون دولار أميركي.
- تنفيذ التسوية النقدية ذاتيا بعد الانضمام إلى نظام المدفوعات الوطني "براق"
- 2012: سوق فلسطين للأوراق المالية - شركة مدرجة

- 2011: إدراج أكبر عدد شركات خلال سنة (7 شركات).  
 2010: شركة مساهمة عامة... هوية مؤسسية جديدة.  
 2009: في تصنيف عالمي، البورصة تحتل المركز الثاني عربياً في توفير الحماية للمستثمرين.  
 2007: إطلاق خدمة التداول عبر الإنترنت (E-trade).  
 2006: إطلاق برنامج التوعية الاستثمارية.  
 2005: حقق مؤشر القدس نمو بنسبة 306% مسجلاً أعلى قيمة بين أسواق العالم.  
 1997: أول جلسة تداول.

1995: تأسيس سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية.

#### ❖ الأهداف الرئيسية للبورصة:

- ✓ توفير بيئة تداول آمنة لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.
- ✓ تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقة مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية و الإقليمية والدولية.
- ✓ تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- ✓ زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- ✓ خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

#### 11.2.2. سوق دمشق للأوراق المالية

تأسست سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم (55) لسنة 2006 ونص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، والاستقلال المالي والإداري، وترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، وبحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق. ليتم الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/03/10.

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناءً على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية. كما يُعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناءً على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/12].

## 12.2.2. سوق بيروت

تعتبر بورصة بيروت واحدة من أقدم الأسواق المالية في المنطقة حيث يعود تاريخ تأسيسها لسنة 1920، تحت سلطة الإنتداب الفرنسي، وكانت ثاني أقدم سوق مالية في العالم العربي. في البداية إنحصر التداول بالذهب والعملات الأجنبية، ليشمل مع بداية الثلاثينات أسهم شركات لبنانية فرنسية هدفت إلى خصخصة مصالح القطاع العام من سكك الحديد والاتصالات والبريد وكان بعض هذا الشركات مدرجاً على بورصة باريس بالإضافة إلى بورصة بيروت.

في أوائل الخمسينات تميز الاقتصاد اللبناني بنشاط ملحوظ حيث بدأت شركات صناعية ومصرفية وخدمائية تدخل البورصة لتعد بورصة بيروت أفضل سوق مالي في المنطقة مع دخول حوالي خمسين شركة. ومع إندلاع الأحداث اللبنانية سنة 1975 تراجعت حركة التداول في بورصة بيروت، ومع تدهور الوضع الأمني علق العمل في البورصة بداية من سنة 1983، وفي سنة 1994 عيّنت الحكومة اللبنانية لجنة لوضع نظام داخلي جديد للبورصة وتنظيم وتحديث آلية التداول وذلك بمساعدة بورصة باريس.

في 22 جانفي 1996، عاودت بورصة بيروت نشاطها بعد توقف قصري دام ثلاثة عشر عاماً.

في جوان 1999، تم توقيع إتفاقية بين لجنة بورصة بيروت وبورصة باريس تؤمن بورصة باريس على أساسها نظام تداول معلوماتي جديد يسمح بالتداول المستمر ويحل محلّ نظام التثبيت السابق.

في 12 أكتوبر 2000، إعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد يرتكز على نظام مختلط يتضمن نظام التداول المستمر ونظام ( تثبيت السعر).

كما شهدت سنة 2000 تعديل النظام الداخلي ممّا سمح إدراج وتداول صكوك مالية جديدة في بورصة بيروت ومنها الـ GDR، الأسهم التفضيلية وأسهم الأولوية.

في سنة 2002، تم نقل مكاتب بورصة بيروت إلى قلب بيروت إلى وسط المدينة في مبنى العازارية.

في جويلية 2003، إعتمدت بورصة بيروت نظام تداول جديد مصمم من قبل البورصة الأوروبية Atos

Euronext تحت إسم NSC–Unix.

في نهاية سنة 2006 أطلقت بورصة بيروت نظام تداول جديد عن بعد، يسمح للوسطاء بتداول الصكوك

المدرجة على بورصة بيروت عن بعد من مكاتبهم الخاصة.

في 13 فيفري 2008 قررت بورصة بيروت الإجازة باعتماد التداول الإلكتروني "عن بعد" على بورصة

بيروت عبر الانترنت وذلك حصراً من خلال شركات الوساطة المعتمدة في البورصة [ موقع بورصة بيروت؛

<http://www.bse.com.lb>، تاريخ التصفح: 2018/01/13].

## 13.2.2. سوق الخرطوم للأوراق المالية

بدأت فكرة إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ سنة 1962 حيث تم إجراء العديد من الدراسات والاتصالات بدأتها وزارة المالية وبنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي، وفي سنة 1982 تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية من قبل مجلس الشعب لكي ينظم إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان ولكن لم يتم أي شيء في هذا المجال حتى سنة 1992.

تم تأسيس هيئة الأسواق المالية سنة 1992 وفي نوفمبر من السنة نفسها أقر مجلس الوزراء تعديلاً على قانون سوق الأوراق المالية لسنة 1982 ولكن هذا القانون المعدل لم يفي بكل الأغراض لإنشاء سوق للأوراق المالية، وفي سنة 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية والذي أصبحت بموجبه سوق الخرطوم للأوراق المالية كياناً قانونياً مستقلاً.

بدأ العمل في السوق الأولية (سوق الإصدارات) في 10 أكتوبر 1994، وفي السوق الثانوية (سوق التداول) في جانفي 1995 بعدد 34 شركة مدرجة.

في سنة 1997 تمت زيادة مقدرة رأس المال السوقي لسوق الخرطوم للأوراق المالية من ما يعادل 31 مليون دولار أميركي إلى 139 مليون دولار أميركي وتأسيس بنك الاستثمار المالي للمساهمة في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

في سنة 1999 بدأ العمل بنظام السوق الموازية وتم تصنيف الشركات المدرجة بالسوق الثانوية وفقاً لاستيفائها الشروط المنظمة لإدراج الشركات في أي من السوقين النظامي والموازي.

في سنة 2001 بداية إصدار العديد من صكوك الصناديق الاستثمارية وشهادات المشاركة الحكومية.

في سنة 2002 حصل توسع في علاقات السوق مع المؤسسات المالية الإقليمية والدولية.

في سنة 2003 تم إعلان مؤشر الخرطوم وإدراج السوق في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وإدراج سهم «سوداتل» تقاطعياً في سوق أبو ظبي للأوراق المالية.

في سنة 2004 بلغ حجم التداول أعلى معدل له منذ إنشاء السوق وجرى توقيع اتفاقية تعاون مشترك بين سوق الخرطوم للأوراق المالية وبورصتي القاهرة والإسكندرية.

في سنة 2005 حصل ارتفاع قياسي في حجم التداول إلى 1.21 مليار جنيه وارتفاع في المؤشر بنسبة نمو بلغت 97.3% وارتفاع في القيمة السوقية إلى 7.47 مليارات جنيه. وحسب قاعدة بيانات صندوق النقد العربي احتل السوق المرتبة الأولى من حيث نمو القيمة السوقية مقارنة ببقية الأسواق العربية بنسبة بلغت 50.8%.

في سنة 2006 حصل ارتفاع كبير في معدلات التداول حيث سجل حجم التداول 2.06 مليار جنيه بنسبة نمو بلغت 70%.

في سنة 2007 تم انضمام السوق لاتحاد البورصات الإفريقية مما فتح آفاقاً جديدة للتعاون الإقليمي بين

أسواق المنطقة، كما بدأ العمل الفعلي في مركز الإيداع.

في سنة 2008 حصل ارتفاع ملحوظ في حجم التداول، كما إكتمل إيداع أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، الأمر الذي مهد الطريق لإكمال إجراءات التحول للتداول الإلكتروني، وإدراج مصرف السلام في سوق دبي المالي.

في سنة 2009 سجل سوق الخرطوم أعلى معدل تداول منذ إنشاء سوقها الثانوية، حيث إرتفع حجم التداول إلى (2.2) مليار جنيه مقارنة بـ (1.8) مليار جنيه في العام السابق أي بنسبة ارتفاع بلغت 19.5 %، كما بدأ نظام التحول للتداول الإلكتروني.

في سنة 2010 حقق حجم التداول أكبر معدلاته منذ بداية عمل السوق الثانوية في 1995 متفوقاً على سنة 2009 الذي بلغ 2.2 مليار جنيه مقارنةً بمبلغ 2.4 مليار جنيه، كما إرتفع عدد الأسهم المتداولة من 164,712,836 سهماً إلى 166,548,512 سهماً، وكذلك عدد العقود من 8,065 عقداً إلى 8,265 عقداً، فيما شهد عدد الصكوك المتداولة إنخفاضاً من 7,646,614 صكاً إلى 5,848,016 صكاً. تم إعتقاد السوق بصفة مراقب في إتحاد البورصات العربية على أن يتمتع بكامل العضوية عند إنعقاد الإجتماع القادم للإتحاد[موقع إتحاد المصارف العربية؛ <http://www.uabonline.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/12].

من أهم أهداف السوق التي نص عليها قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية ما يلي [التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية، 2016، ص: 10]:

- ✓ توفير كافة العوامل التي تساعد على تسهيل وسرعة تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية بما يخدم رغبات المستثمرين ومصصلحة الإقتصاد الوطني.
- ✓ حماية المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم والعادل بالتنسيق مع سلطة تنظيم أسواق المال.
- ✓ الإتصال وتبادل الخبرات والمعلومات الأساسية بين السوق والأسواق المماثلة والمنظمات العربية والإقليمية والعالمية ذات الصلة والإنضمام لعضويتها.
- ✓ تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وتهيئة الظروف الملائمة لتوظيف المدخرات في الأوراق المالية وحمايتها.
- ✓ الترويج لقيام شركات المساهمة العامة.

### 14.2.2. بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة".

إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين، تقنين وتنظيم سير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز، وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني، إثر هذه المبادرة وتحديدا سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم، وبعد سبع سنوات من ذلك أي سنة 1993 شهدت سوق البيضاء البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار والمصادقة على ثلاث نصوص مؤسسية وهي [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/12]:

- ✓ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم.
- ✓ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم.
- ✓ ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

يسعى هذا الإصلاح إلى تحديث سوق البورصة تحديدا مملوفا من خلال:

- ✓ إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة.
- ✓ الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة.
- ✓ إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ توزيع المخاطر.
- ✓ إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم "SBVC"، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بحصص متساوية.
- ومن أجل رفع فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.

في سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 96-34، الذي قام بتعديل واستكمال الظهير المعترف بمثابة قانون رقم 93-211-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، "ماروكلي" في أكتوبر من سنة 1998، ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/13]. وفي سنة 2000 تغير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة. وفي سنة 2007 بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها المرئية مواكبةً للتحويلات الهامة التي تشهدها. واعتمدت النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني في شهر مارس 2008، أما في ديسمبر 2008 فأنشئت بورصة الدار البيضاء "لجنة متابعة" من أجل تعديل النظام الإداري للشركة واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة.

### 15.2.2. بورصة تونس

تعود أولى التجارب في مجال البورصة في تونس إلى إنشاء "مكتب التصفية والمقاصة" الذي استمر نشاطه من 1937 إلى 1945، حيث شهدت هذه الفترة أول إصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض عقاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية سنة 1939، وهذا يعد مؤشرا ولو مبدئيا لظهور سوق ثانوي، وفي سنة 1945 تم إنشاء "مكتب تسعير القيم المنقولة" "OTCVM" نتيجة لتحسين الأوضاع التي عرفتها تونس. كما عرفت تونس ظاهرة عقد الصفقات في البورصة في العهد الاستعماري قبل استقلالها سنة 1956. أما الفترة الممتدة من الاستقلال وحتى سنة 1968 فقد توقفت بورصة تونس عن العمل. وفي سنة 1969 قامت السلطات التونسية بنشر أول قانون للاستثمارات وأعلنت عن إعادة انطلاق بورصة تونس للقيم المنقولة BVMT، حيث تم إنشاءها بموجب القانون 13-69 المؤرخ في 1969/02/27 كمؤسسة عمومية ذات طابع تجاري تتمتع بالشخصية المدنية والاستقلال المالي وتخضع لإشراف كاتب الدولة للتخطيط والاقتصاد، وكان هذا في ظل السياسة الاقتصادية العامة التي تعطي أهمية كبيرة للقطاع الخاص، ونشير إلى أن بورصة القيم المنقولة بتونس بدأت نشاطها في ماي 1970، ويعتبر أول تاريخ لأول تسعيرة وتداول للقيم المنقولة [بن عزوز، 2011-2012، ص: 147].

فهي إذا تعد حديثة العهد نسبيا إذا ما قورنت بباقي البورصات الناشئة مثل البورصة المصرية، كما أنها بقيت تلعب دورا هامشيا حيث كان ينظر إليها أنها عبارة عن مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية، ولم تكن تمثل بديلا عن التمويل البنكي السائد في تلك الفترة، بل أكثر من ذلك فإن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودا نظرا لهيمنة الدولة والبنوك التجارية على تمويل الاقتصاد، مما أدى إلى ظهور مستويات مرتفعة من التضخم، حيث تميز الاقتصاد التونسي وبالأخص القطاع المالي والتمويلي آنذاك فيه بالخصائص التالية:

✓ كانت المؤسسات العمومية والخاصة تعتمد بشكل كبير على التمويل غير المباشر المتمثل في القروض البنكية والدعم الحكومي بما أن ذلك كان ضمن السياسة المنتهجة من طرف الحكومة التونسية، ولكن بالرغم من أن تونس تعد من أول الدول العربية التي تبنت سياسة اقتصادية تهدف إلى دعم القطاع الخاص إلا أنها لم تولي الاهتمام اللازم لتطوير السوق المالية إلا ابتداء من سنة 1986.

✓ ارتفاع الفوائد على الودائع لدى البنوك مع إعفاء هذه الودائع من الضرائب من خلال تشريعات ضريبية تتطلب ذلك.

✓ عدم تشجيع النظام الضريبي لتوظيف الأموال في البورصة، وبالتالي عدم السعي الجاد للحكومة لتطوير السوق المالية نظرا لعدم تحفيز الأفراد والشركات على توجيه استثماراتهم إلى الأوراق المالية. على إثر ذلك يمكن استنتاج أن المسؤولين في تلك الفترة كانوا ينظرون إلى البورصة على أنها مكتب لتسجيل المعاملات على الأوراق المالية بدلا من كونها مرآة للاقتصاد تلعب دورا محوريا في تمويل المؤسسات، مما أدى إلى انخفاض رأس المال السوقي للبورصة التونسية في تلك الفترة حيث لم يتجاوز في نهاية سنة 1986 نسبة 1% إلى الناتج المحلي الإجمالي.

لتجاوز الدور الضئيل الذي كانت تضطلع به البورصة التونسية تبنت الحكومة التونسية برنامج إصلاح هيكلي وذلك مع حلول سنة 1986، حيث شمل هذا البرنامج جميع القطاعات الاقتصادية والمالية بما في ذلك السوق المالية من خلال خلق إطار قانوني ومؤسسي حديث تتمكن من خلاله السوق المالية من تحقيق الأهداف الاقتصادية المنوطة بها والمتمثلة في تعبئة وجمع الموارد وتوظيفها في الأهداف التي تتلاءم ومتطلبات تحقيق التنمية، حيث كانت الإصلاحات تخص الإجراءات المتعلقة بمراجعة النظام الجبائي للاستثمار في الأوراق المالية وبعث أدوات وآليات مالية جديدة.

في نوفمبر 1995 تم إنشاء "بورصة الأوراق المالية" بتونس في صيغة شركة خفية الإسم يمتلكها وسطاء البورصة بالتساوي، وفي أكتوبر 1996 انطلق العمل بنظام التداول الإلكتروني NSC، أما في أبريل 1998 تم انطلاق مؤشر "تواندكس" حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997. وفي ديسمبر 2007 انطلقت السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة وتم التحول إلى تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC [ موقع بورصة تونس؛ <http://www.bvmt.com.tn>، تاريخ التصفح: 2018/01/13].

## 16.2.2. سوق المال الليبي

بتاريخ 03-04-2008 انطلق التداول الإلكتروني والنظام الإلكتروني للمقاصة والايدياع والقيود المركزي ونظام صندوق ضمان التسويات بعد أن تم ربط مقرى السوق فى بنغازى وطرابلس ربطاً إلكترونياً باستخدام الألياف البصرية وأيضاً بربط احتياطي باستخدام الأقمار الصناعية.

يهدف سوق المال الليبي إلى خدمة مصلحة الاقتصاد الوطني الليبي ويعمل على ترسيخ أسس التعامل السليم والعاقل وأحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية من أجل تنمية الوعي الاستثماري بما

يكفل توجيه المدخرات على القطاعات المنتجة والتي تسعى إلى رفع مستوى الكفاءات البشرية من خلال برنامج التدريب المستمر والمساهمة في تطوير المؤسسات المالية وكوادرها بما يواكب التطور في عالم الأسواق المالية.

إن مسيرة السوق حافلة بالإنجازات الكبيرة والرائعة على مستوى الاقتصاد الوطني فالإفصاح الربع سنوي للشركات المدرجة خير دليل على الدور الذي يقوم به في الرقابة على الإفصاحات وأيضاً نظام الملاءة المالية للرقابة على الوسطاء يعد نموذجاً غير موجود في أغلب البورصات العربية والهيئات الرقابية [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/15].

من بين بعض الإنجازات التي واكبت سنة 2009 والتي شهدت نمواً وتطوراً واضحاً، حيث تم خلال هذه السنة إطلاق الموقع الإلكتروني الجديد للسوق والذي يعمل وفقاً لأحدث الأساليب التقنية بالإضافة إلى مجموعة من الخدمات الجديدة والمتمثلة في خدمة الرسائل القصيرة ومركز الخدمات الصوتية والتي تمكن المستثمر من متابعة عملياته في السوق بشكل دقيق وفوري.

على الصعيد الدولي فإن سوق المال الليبي رغم عمره القصير فقد نجح في جذب إنتباه الأسواق العربية الأخرى، وتحصل على شرف رئاسة مجلس إدارة البورصات العربية لسنة 2010، وأيضاً عضوية اللجنة التنفيذية لمنظمة الإيداع لدول إفريقيا والشرق الأوسط، كما انتسب السوق إلى المنظمة الدولية لحماية المستثمر وكان من أوائل الدول العربية المنظمة إليها، بالإضافة إلى عضوية الإتحاد العالمي للبورصات كمرقب [أوحيدة، 2015، ص: 56].

توقف التداول بسوق المال الليبي بتاريخ 20 فيفري 2011 أي منذ انطلاق ثورة 17 فيفري، حيث شهدت سنة 2011 أحداث كبيرة. وبعد تحرير ليبيا وتعيين حكومة انتقالية واستقرار الأوضاع بدأت إدارة السوق باتخاذ الإجراءات لاستئناف حركة التداول بالسوق وبتاريخ 15 مارس 2012 قرع جرس بدء التداول ليستأنف سوق المال الليبي عمله وسط توقعات بانتعاشه بعد تخلصه من القيود ويعد إعادة إطلاق التداول بسوق المال الليبي رمزاً لاستعداد ليبيا لنشاطها الاقتصادي [موقع إتحاد البورصات العربية؛ <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/15].

### 17.2.2. سوق العراق للأوراق المالية

خلال الفترة ما بين سنتي 1992 و2003 عرف السوق المالي للعراق بـ: "سوق بغداد للأوراق المالية" تأسس بموجب القانون المرقم ( 24 ) لسنة 1991. وكان هذا السوق سوقاً حكومياً، استطاع في حينها إدراج 113 شركة عراقية مساهمة خاصة ومختلطة. واستطاع أن يستقطب في آخر سنة له معدلات تداول سنوية تجاوزت سبعة عشر مليون دولار ونصف. أغلق هذا السوق بقرار من مجلس إدارته بتاريخ 19 مارس 2003. بتاريخ 18 أبريل 2004 صدر القانون المؤقت المرقم (74) ليؤسس مؤسستين مهمتين في قطاع رأس

المال وهما [ الموقع؛ <http://www.isx-karmal.com> ، تاريخ التصفح: 2018/01/15]:

- سوق العراق للأوراق المالية.
- هيئة الأوراق المالية العراقية.

سوق العراق للأوراق المالية مؤسسة لها شخصية معنوية لا تهدف الربح مستقلة إداريا وماليا تدار من قبل مجلس المحافظين ولها الحق في تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة بما فيها العقارات. وتلتزم بتعليمات هيئة الأوراق المالية طبقا لقانون الأوراق المالية المؤقت أو أي قانون آخر يحل محله.

### 18.2.2. بورصة الجزائر

في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي بدأ سنة 1988 ظهرت فكرة إنشاء هذه البورصة والذي بدأ التحضير الفعلي لها سنة 1990، ومنذ ذلك الحين مرت بورصة الجزائر بالمراحل التالية [ زيدان ونورين، 2006، ص: 6-8]:

**المرحلة التقريرية (1990-1992):** نص المرسوم 90-101 المؤرخ بتاريخ 1990/03/27 على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة في المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح أنواع شهادات الأسهم التي يمكن إصدارها من طرف الشركات العمومية وسمح باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى. وفي أكتوبر من نفس السنة تم إنشاء "شركة القيم المتداولة"، وفي شهر نوفمبر 1990 قامت صناديق المساهمة بتأسيس شركة ذات أسهم برأسمال يقدر 320000 دج موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، و يديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، ويقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة. ولقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية في أفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها. وفي فيفري 1992 ونظرا لبعض الصعوبات تم الرفع من رأسمالها إلى 932000000 دج كما غير اسمها إلى "بورصة الأوراق المالية". كما صدر سنة 1991 المرسوم التنفيذي رقم 91-169 الذي ينظم العمليات على القيم المنقولة، والمرسوم رقم 91-170 الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وشروط إصدار شركات المساهمة لها.

**المرحلة الإبتدائية (1993-1996):** بموجب المرسوم التنفيذي رقم 93-08 لسنة 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري الخاص بشركات الأسهم والقيم المنقولة، حيث سمح بإمكانية تأسيسها والرفع من رأسمالها عن طريق العرض العمومي للادخار، كما نص على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة، وهو ما يتوافق وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

**مرحلة الانطلاق الفعلية (من 1996):** مع نهاية 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة، حيث تم تحديد الهياكل التنظيمية المكونة لها، وتم اختيار الوسطاء وتم

إصدار أول ورقة مالية بالجزائر في نهاية 1997 والتمثلة في القرض السندي لشركة سونطراك، لتقوم بعد ذلك ثلاث شركات بالإصدار الفعلي للأوراق المالية بغرض الرفع من رأسمالها. ويمكن حصر العوائق التي حالت دون انطلاق بورصة الجزائر في عملها في الآتي [هولي، 2010-2011، ص: 39]:

- ✓ عدم ملائمة المحيط الاقتصادي، رغم وجود هيكل البورصة إلا أن الشركات المعنية بالدخول لم تحضر نفسها إلى هذه العملية.
  - ✓ غياب المتخصصين في هذا النوع من النشاطات.
  - ✓ غياب الوسطاء الماليين.
  - ✓ وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية التي لا تفي بشروط التعامل داخل هذا السوق، فأغلبية الشركات المعنية هي شركات عمومية، وأسهمها لا يمكن أن تقتنيها إلا صناديق المساهمة، بمعنى آخر انتقال ملكية الأسهم يتم من صندوق إلى آخر أي بطريقة إدارية.
- لتجنب هذا الإشكال ظهر المرسوم رقم 93-08 الذي صدر سنة 1993 الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري بما في ذلك إمكانية شهر إفلاسها كما تم إصدار المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم حيث منحها اسم "بورصة الجزائر".
- يتكون هيكل بورصة الجزائر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة بورصة القيم المتداولة، والمؤتمن المركزي على السندات [ريحان وحداوي، 2013، ص: 50-51]:
- أولاً: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:** تأسست هذه اللجنة بمقتضى المرسوم رقم 93-10 سنة 1993 وتتمتع هذه اللجنة بالاستقلالية الإدارية والمالية. تتكون هذه اللجنة من رئيس وستة أعضاء، وتوضع اللجنة تحت وصاية وزارة المالية وهي تهتم بتنظيم ومراقبة أوراق القيم المتداولة.
- ثانياً: شركة إدارة بورصة القيم المتداولة SGBV:** تأسست شركة إدارة بورصة القيم المتداولة سنة 1993، وهي مسؤولة عن تنفيذ الإجراءات العملية والتقنية الضرورية للمبادلات على القيم، وتعرف بأنها "شركة إدارة بورصة القيم" وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء الماليين. حدد مهام هذه الشركة المرسوم التشريعي 93-10 الصادر سنة 1993.

- ثالثاً: المؤتمن المركزي على السندات:** هو شركة ذات أسهم، يساهم فيها الوسطاء المعتمدون (05 بنوك) والثلاث شركات المصدرة للقيم المنقولة بالإضافة إلى شركة تسيير بورصة القيم والخزينة العمومية وبنك الجزائر، حيث المساهمة الدنيا في رأسمال الشركة محددة بمليوني دينار جزائري وتتمثل وظائفه في:
- ✓ فتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية لصالح ماسكي الحسابات بما يسهل توصيلها بين الوسطاء من خلال القيام بالتحويلات بين الحسابات.
  - ✓ تنفيذ العمليات التي تقررها الشركات المصدرة للأوراق المالية مثل أرباح الأسهم ورفع رأس المال.

تعتبر بورصة الجزائر واحدة من أضعف المؤسسات المالية في العالم، حيث تشير التقديرات إلى أنها تحتل المركز قبل الأخير في ترتيب البورصات العالمية. وربط مدير البورصة "يزيد بن موهوب" دورها الضعيف في النشاط الإقتصادي والظروف التي أحاطت بنشأتها، وبين طبيعة الإقتصاد المحلي القائم على مخططات مركزية خماسية، تستند إلى تمويل الخزينة العمومية، إضافة إلى غياب ثقافة التداول وتجارة الأسهم في الوسط الإقتصادي المحلي وتحفظ كبرى المؤسسات على المجازفة والإنتحاح. كما أكد أن حملات التوعية واستقطاب المؤسسات المالية، التي أطلقتها إدارة البورصة لم تحقق الأهداف المرجوة، بسبب تشابك المعوقات، وأشار إلى غياب الإستعداد لدى الأطراف الإقتصادية الفاعلة لتنشيط السوق المالية وتنمية التداول وتجارة الأسهم [صحيفة العرب، العدد: 10518، ص: 11، نشر في 20/01/2017، على الموقع؛ <http://www.alarabonline.org/article>].

تعد بورصة الجزائر من أفقر بورصات العالم وأقلها نشاطا بسبب إهمال دورها واقتصار نشاطها حتى الآن على خمس مؤسسات حكومية فقط، في ظل غياب المرونة الإقتصادية والإدارية، التي عطلت إنبعاث نشاط البورصة. والشركات الخمسة المدرجة، هي مؤسستا صيدال وبيوفارم لصناعة وتسويق الأدوية وشركة أليانس للتأمين والأوراسي للفندقة وأن.سي.أي روية للمشروبات والعصائر لموقع بورصة الجزائر؛ <http://www.sgbv.dz/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/15]. ولا تزال البورصة تنتظر إدراج (07) مؤسسات أخرى منذ سنة 2013.

كما تعتبر آليات عمل البورصة الجزائرية بعيدة كل البعد عن المعايير الحديثة، إضافة إلى الذهنية التي لا تستوعب حتى الآن نشاط البورصة ودورها في تحريك رؤوس الأموال وعجلة التنمية المحلية في البلاد، وغياب الأبجديات اللازمة لنمو البورصة وأسواق رؤوس الأموال، وعلى رأسها ثقة الفاعلين الإقتصاديين، والحوكمة الرشيدة التي تحفز أطراف المعادلة على أداء دورهم في النشاط المالي. وبقاء البورصة في آخر إهتمامات الحكومة رغم عجز الخزينة العمومية عن تمويل النشاطات الإقتصادية، وهو ما يعكس مدى إنغلاق المؤسسة الإقتصادية الجزائرية وهيمنة الضبابية والمعاملات المثيرة للشكوك، واستمرار غياب الإدارة السياسية لبناء اقتصاد وسوق مالية قائمة على الشفافية والحوكمة.

تأمل إدارة البورصة في استقطاب المزيد من المؤسسات لتنشيط دورة السوق المالية، من خلال الإنتحاح على الفاعلين الإقتصاديين بفتح شبابيك للبورصة على مستوى الوكالات المصرفية في مختلف مناطق البلاد، وتهدف هذه العملية إلى التقرب أكثر من المستثمرين والمتعاملين الإقتصاديين والجمهور، إلى جانب توقيع اتفاقيات تعاون مع بورصات الدول المجاورة. كما تعمل البورصة على تفعيل ترخيص مجلس مساهمات الدولة في عدد من المؤسسات الحكومية الكبرى لطرح أسهمها في البورصة، مثل بنك القرض الشعبي وثلاثة مصانع إسمنت تابعة لمجموعة إسمنت الجزائر والشركة الوطنية للتأمين وإعادة التأمين، وشركة كوسيدار، وهي إحدى الشركات الحكومية للبناء والأشغال العامة والري ومؤسسة هيدرومناجمنت وشركة الإتصالات

النقالة موبيليس [صحيفة العرب، العدد: 10518، ص: 11، نشر في 20/01/2017، على الموقع؛ <http://www.alarabonline.org/article>].

### III. تطورات أداء أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)

يتم رصد تطورات أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال كل من المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ومؤشر إتحاد البورصات العربية، وفيما يلي عرض لأهم مؤشرات تطور أداء أسواق رؤوس الأموال العربية خلال الفترة (2010-2017).

#### 1.3. تطور أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال المؤشرات المركبة لأسعار أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)

سنحاول من خلال هذا العنصر تحليل أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال ما تبرزه قيم المؤشرين المركبين لأسواق رؤوس الأموال العربية واللذان يقيسان أداءها مجتمعة، يصدر هذان المؤشرين عن مؤسستي صندوق النقد العربي وإتحاد البورصات العربية.

##### 1.1.3. أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال المؤشر المركب لصندوق النقد العربي (2010-2017)

أدى التحسن في الإقتصاديات العربية سنة 2010، والمستفيد من تحسن أسعار النفط، إلى جانب التحسن الذي شهدته غالبية الأسواق العالمية الناشئة إلى استمرار المنحنى التصاعدي التدريجي للمؤشر المركب لصندوق النقد العربي -والذي يقيس أداء أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة- خلال سنة 2010، وإن كان هذا الإرتفاع في مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العربية كما يعكسه المؤشر المركب لصندوق النقد العربي لا يزال بعيدا عن مستوياته قبل الأزمة العالمية 2008 في معظم الأسواق، وذلك على عكس الأسواق المتقدمة والناشئة التي باتت تقترب من مستوياتها قبل الأزمة، وبعضها قد وصل إلى هذه المستويات. ومن أبرز مظاهر التحسن، معاودة تدفق الإستثمار الأجنبي إلى الأسواق العربية الربع الأخير من سنة 2010، ومعاودة التحسن في نشاط الإصدارات الأولية و...

أما خلال سنة 2011 شهدت غالبية أسواق رؤوس الأموال العربية اضطرابات حادة. فعلى الرغم من أن هذه الأسواق افتتحت في الأسابيع الأولى من سنة 2011 على ارتفاعات، واصلت من خلالها تعافيا الذي بدأت من خلال النصف الثاني من سنة 2010 بعد فترة طويلة من الإنخفاضات، إلا أن هذا التحسن ما لبث أن توقف مع اندلاع الإضطرابات في مصر في 25 جانفي 2011، ما أدى إلى تراجع مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العربية بشكل ملحوظ ومتسارع حيث بلغت نسبته 11.1%، وهو ما عكس مخاوف المستثمرين من تداعيات هذه الأحداث. فقد خسرت أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة ما قيمته 141

مليار دولار أي حوالي 14% من قيمتها السوقية وذلك خلال خمس أسابيع فقط (الفترة الممتدة من 25 جانفي إلى 04 مارس 2011).

دفعت هذه التطورات السلطات العربية لاتخاذ بعض الإجراءات سعياً وراء استقرار أسواقها المالية، وهو الأمر الذي ترافق مع تدخل صناديق الإستثمار المحلية في بعض الأسواق العربية الكبيرة، وقد ساهم ذلك في استعادة أسواق رؤوس الأموال العربية جزءاً من خسائرها، وقد تحسنت مؤشرات بعض هذه الأسواق، فيما تقلصت حدة التراجعات في أسواق أخرى، لتتكشف خسائر هذه الأسواق مع نهاية الربع الأول إلى نحو 25 مليار دولار فقط.

بعد ذلك جاء تقادم أزمة مديونيات منطقة اليورو ابتداءً من الصيف والذي استمر لنهاية السنة، وما صاحبه من تداعيات انعكست سلباً على آفاق الإقتصاد العالمي وثقة المستثمرين، لتشهد البورصات العالمية والأسواق الناشئة تراجعات كبيرة. وقد تأثرت أسواق رؤوس الأموال العربية وخاصة تلك الأكثر ارتباطاً بالأسواق العالمية بهذه التطورات، لتعاود مؤشرات أسعارها مجدداً بالإنخفاض، إلا أن تأثرها بتداعيات أزمة المديونية الأوروبية كان أقل نسبياً من الإنخفاضات التي عرفتتها أغلب مؤشرات البورصات العالمية والناشئة خلال هذه الفترة.

شهدت أغلب مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العربية المعبر عنها بالمؤشر المركب لصندوق النقد العربي تحسناً نسبياً خلال سنة 2012، وإن تفاوت الأداء فيما بين هذه الأسواق بعضها البعض. فقد سجلت هذه الأسواق تحسناً خلال الربع الأول من سنة 2012 ليعكس بعد ذلك الإتجاه النزولي الذي ساد منذ منتصف سنة 2011. إلا أن هذه الأسواق ما لبثت وأن تراجعت خلال الربع الثاني من سنة 2012 متأثرة بحالة الإضطرابات وعدم الإستقرار التي كانت سائدة في بعض الدول العربية (أحداث الربيع العربي). لكن هذه الأسواق عاودت تحسنها خلال النصف الثاني من سنة 2012 مدفوعة بتحسّن مؤشرات ربحية عدد من الشركات القيادية في هذه الأسواق. وبالمحصلة فقد بلغت القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية نهاية سنة 2012 نحو 916.4 مليار دولار، ولتكسب هذه الأسواق مجتمعة قرابة 4.8% من قيمتها السوقية خلال السنة، وبما يعادل نحو 2.07% من الناتج المحلي الإجمالي للدول العربية المعنية، لتصل القيمة السوقية للأسواق العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى نحو 48.7%، وقد عكس المؤشر المركب لصندوق النقد العربي هذه التطورات، حيث ارتفع بنحو 1.7% خلال سنة 2012.

أما سنة 2013، فقد كانت سنة مميزة لأسواق رؤوس الأموال العربية، فإلى جانب ترقية بعض الأسواق العربية إلى الأسواق الناشئة، كان أداء أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة أفضل من أداء جميع الأسواق الناشئة. فقد سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي تحسناً بلغت نسبته 35.86% مقارنة بسنة 2012، واستعادت هذه الأسواق ما قيمته حوالي 222 مليار دولار من قيمتها السوقية الإجمالية. لتصل هذه القيمة إلى نحو 1138.2 مليار دولار نهاية سنة 2013، أي ما يعادل حوالي 41.1% من الناتج المحلي

الإجمالي لمجموع الدول العربية. كما صاحب هذا الإرتفاع في القيمة السوقية تحسن تدفق الإستثمار الأجنبي، حيث سجل صافي تدفق موجب (صافي شراء)، وذلك لأول مرة منذ ستة سنوات. خلال سنة 2014 شهدت أسواق رؤوس الأموال العربية أداء إيجابيا بشكل عام، وذلك بالمقارنة مع سنة 2013، حيث ارتفعت القيمة السوقية للأسواق العربية المتضمنة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي بأكثر من 65.0 مليار دولار. كما سجلت أحجام التداول تحسنا كبيرا تجاوزت نسبته 56%. وعلى صعيد الإستثمار الأجنبي قفزت قيمة التعاملات الخاصة بالمستثمرين الأجانب، كما سجلت صافي هذه التعاملات صافي تدفق موجب يزيد عن ذلك المسجل سنة 2013. كذلك شهد نشاط الإصدارات الأولية تحسنا كبيرا من حيث القيمة.

أما سنة 2014 فيمكن تقسيمها إلى فترتين. الفترة الأولى تتمثل في الشهور الثمانية الأولى، أما الفترة الثانية فتتمثل في الفترة ما بين سبتمبر وديسمبر 2014.

تميزت الفترة الأولى باستمرار الإتجاه الإيجابي لمؤشرات الأسعار ومؤشرات السيولة لمعظم الأسواق العربية، إلى جانب استمرار التدفق الإيجابي في تعاملات المستثمر الأجنبي، وتعتبر هذه الفترة امتدادا للإتجاه الإيجابي الذي كان سائدا في السنة السابقة والذي تميز بشكل أساسي بترقية عدد من الأسواق العربية إلى مصاف الأسواق الناشئة وانضمامها إلى مؤشرات هذه الأسواق، إضافة إلى فوز دبي في استضافة معرض (اكسبو 2020) وفوز دولة قطر باستضافة وتنظيم تصفيات كأس العالم لكرة القدم سنة 2022، كما تميزت هذه الفترة بتحقيق أسعار النفط العالمية مستويات مرتفعة مستقرة حول 100 دولار للبرميل، إلى جانب استمرار التحسن في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة من عدم الإستقرار سنة 2013. كما ساهم في هذا التحسن صدور قرارات حول السماح للمستثمر الأجنبي الشراء المباشر للأسهم المدرجة في السوق المالية السعودية، وفق ضوابط معينة ابتداء من منتصف سنة 2015.

أما الفترة الثانية، فقد ميزها بشكل أساسي التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية، التي تعتبر السبب الرئيسي في انخفاض المؤشرات السعريّة لأسواق رؤوس الأموال العربية. فقد سجلت مستويات النفط انخفاضا بنحو 50%، مما أثار حال من الهلع والإرتباك بين أوساط المتعاملين في الأسواق العربية والخليجية على وجه الخصوص. أدى ذلك إلى فقدان أسواق رؤوس الأموال العربية لكثير من المكاسب التي تحققت خلال الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2014. كما أدت هذه الموجة إلى تراجع ثقة المتعاملين بشكل عام في الأسواق العربية، وقد انعكس ذلك بشكل واضح في تحقيق صافي تعاملات المستثمر في أسواق رؤوس الأموال العربية صافي تدفق سالب عن الربع الأخير من 2014، بعد أن سيطر صافي التدفق الموجب لهذه التعاملات خلال الفترات الربعية الثلاث الأولى من هذه السنة.

أما خلال سنة 2015 فقد جاء أداء أسواق رؤوس الأموال العربية سلبيا بشكل عام، مقارنة بسنة 2014، فقد انخفضت القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية المنظمة لقاعدة البيانات الخاصة بصندوق النقد

العربي بأكثر من 125 مليار دولار، كما سجلت أحجام التداول تراجعاً ملحوظاً تجاوزت نسبته 30%. وعلى صعيد الإستثمار الأجنبي تراجع قيمة التعاملات الخاصة بالمستثمرين الأجانب بأكثر من 70%، كما سجلت صافي هذه التعاملات صافي تدفق موجب يقل بشكل واضح عن ذلك المسجل في سنة 2014، كذلك شهد نشاط الإصدارات تراجعاً كبيراً من حيث العدد والقيمة، وانخفضت قيم هذه الإصدارات خلال سنة 2015 بأكثر من 75%.

هذا، ويمكن تقسيم سنة 2015 إلى فترتين رئيسيتين، الفترة الأولى تتمثل في الشهور السبعة الأولى من سنة 2015، أما الفترة الثانية فتتمثل في الفترة الممتدة من أوت إلى ديسمبر 2015. حيث تعتبر الفترة الأولى امتداداً للتراجع الذي بدأته أسواق رؤوس الأموال العربية منذ الثلث الأخير من سنة 2014، حيث تميزت هذه الفترة باستمرار الإتجاه السلبي لمؤشرات الأسعار ومؤشرات السيولة لمعظم الأسواق العربية بوتيرة عادية، وذلك انعكاساً للتراجع في أسعار النفط العالمية والتي تأرجحت بين 45 و70 دولار للبرميل، إضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية وتأثيراتها على الأسواق المالية بشكل عام والناشئة بشكل خاص. تميز الربع الثاني من سنة 2015 بتحسن في صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية وخاصة السوق المالية السعودية وذلك انعكاساً لقرارات المتعلقة بالسماح للمستثمر الأجنبي الشراء المباشر للأسهم في السوق المالية السعودية ابتداء من منتصف سنة 2015.

أما الفترة الثانية، فقد ميزها بشكل أساسي التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية إلى ما دون 40 دولار، والتي تعتبر السبب الرئيسي في تعميق تراجع مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العربية، إلى جانب قرارات البنك الشعبي الصيني المفاجئة حول تخفيض سعر صرف اليوان الصيني، بالإضافة إلى التراجع الحاد في مؤشرات أسعار الأسواق المالية الصينية، كل تلك العوامل ساهمت في إثارة حالة من الهلع والإرتباك بين أوساط المتعاملين في أسواق رؤوس الأموال العربية والخليجية على وجه الخصوص، وأدت موجة التراجع هذه إلى تراجع ثقة المتعاملين بشكل عام في الأسواق العربية. وقد انعكس ذلك بشكل جلي في تحقيق صافي تعاملات المستثمر الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة، صافي تدفق سالب عن الربع الأخير من سنة 2015، بعد أن سجلت صافي تلك المعاملات صافي تدفق موجب خلال الفترات الربعية الثانية والثالثة خلال سنة 2015.

خلال سنة 2016 سجلت معظم المؤشرات السعيرية لأسواق رؤوس الأموال العربية تحسناً بالمقارنة مع مستوياتها المسجلة في السنة الماضية، وجاء ذلك انعكاساً لعدد من العوامل، من أهمها: التحسن الذي عرفته أسعار النفط العالمية في أواخر هذه السنة على إثر إتفاق منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الإنتاج، وقرار تعويم سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار، والذي أثر على البورصة المصرية. وعلى ضوء ذلك سجل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي إرتفاعاً كبيراً بنحو 24.5%، هذا وقد بلغت القيمة السوقية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية بنهاية سنة 2016 نحو 1110.8 مليار دولار.

تميزت سنة 2017، بانحسار التذبذب في أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبياً، مدفوعة باستمرار الإتفاق بين المنتجين الرئيسيين للنفط على إبقاء كميات الإنتاج ضمن مستويات منخفضة. فيما أثرت تطورات الأوضاع في بعض الدول العربية سلباً على أداء بعض أسواق رؤوس الأموال العربية. حيث سجلت المؤشرات السعرية لعشرة أسواق ارتفاعاً، فيما انخفضت مؤشرات أسعار الأسواق الخمسة الأخرى. على ضوء ذلك، سجل المؤشر المركب الذي يقيس أداء أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة، أداء إيجابياً خلال سنة 2017، مقارنة بنهاية سنة 2016. هذا وبلغت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة نحو 1137.8 مليار دولار بنهاية سنة 2017 مقارنة بـ 1110.8 بنهاية سنة 2016. من جانب آخر، خلال هذه الفترة سجل صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة، صافي تدفق سالب. ولتوضيح ما سبق تم إدراج الجدول والشكل الآتيين:

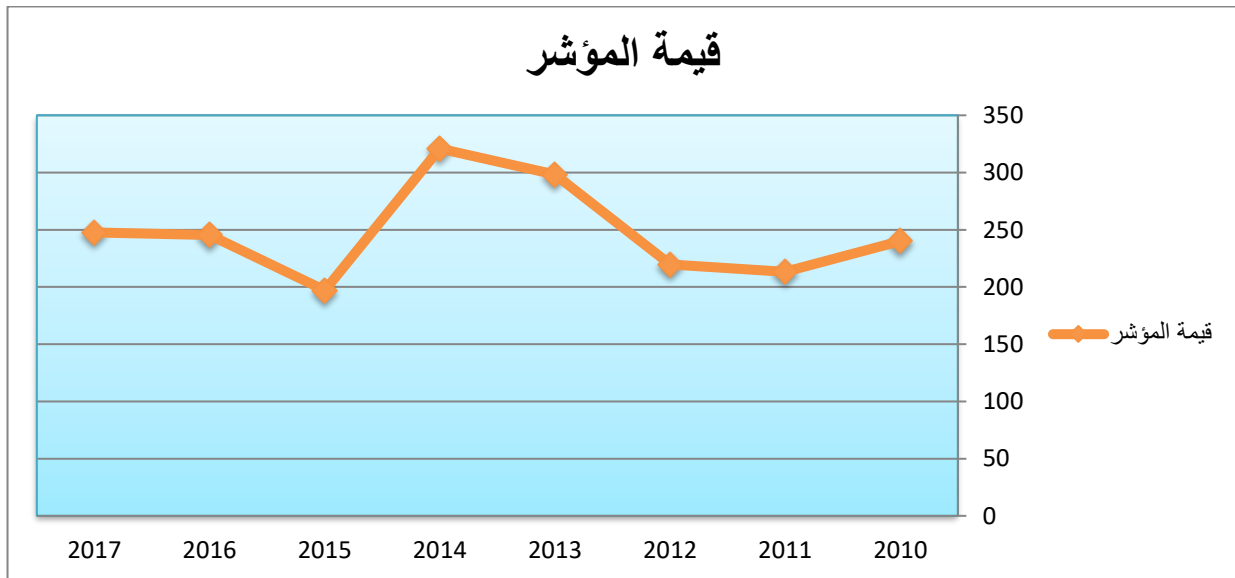
الجدول رقم (12.3): تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2010-2017)

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قيمة المؤشر	240.04	213.3	219.6	298.37	320.9	197.05	245.38	247.6
نسبة التغير (%)	7.3	-11.1	2.95	35.86	7.55	-39.21	24.52	0.9

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية، النشرات الفصلية للرباعيات الأخيرة للسنوات: 2010-2017.

الشكل رقم (1.3): تطور قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2010/09-2017/09)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (12-3).

يلاحظ مما سبق أن قيمة المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بلغت ذروتها خلال سنتي 2013 و2014، حيث سجلت في نهاية سنة 2013 نحو 298.37 نقطة محققة بذلك زيادة نسبتها

35.86% مقارنة بسنة 2012، أما سنة 2014 فقد بلغت قيمة المؤشر 320.9 بزيادة نسبية قدرها 7.55% مقارنة بسنة 2013، ويعكس هذا تحسن أداء أسواق رؤوس الأموال العربية نتيجة تحسن الوضع السياسي والأمني الذي تعيشه بعض الدول العربية أو ما يعرف بالربيع العربي، وخاصة كل من مصر وسورية. كما تميزت هذه الفترة بتحقيق أسعار النفط العالمية لمستويات مرتفعة ما ساهم هو الآخر في تحسن أداء أسواق رؤوس الأموال العربية.

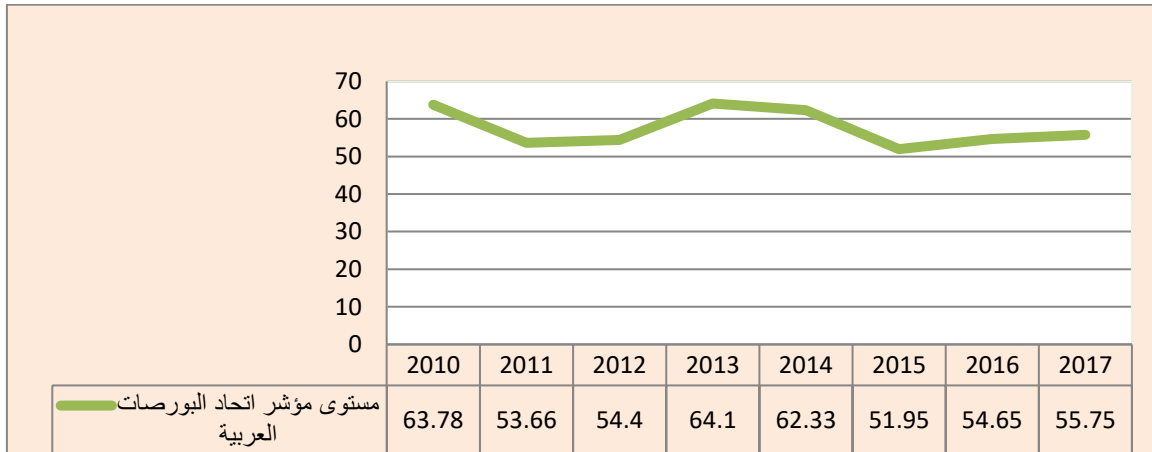
كما يلاحظ أيضا أن المؤشر حقق أدنى تراجع له سنة 2015، حيث انخفض بنسبة 39.21%، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى التراجع الحاد في مستويات أسعار النفط العالمية إلى ما دون 40 دولار، والتي تعتبر السبب الرئيسي في تعميق تراجع مؤشرات أسواق رؤوس الأموال العربية، إلى جانب قرارات البنك الشعبي الصيني المفاجئة حول تخفيض سعر صرف اليوان الصيني، بالإضافة إلى التراجع الحاد في مؤشرات أسعار الأسواق المالية الصينية، كل تلك العوامل ساهمت في تراجع أداء أسواق رؤوس الأموال العربية.

### 2.1.3. أداء أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال مؤشر إتحاد البورصات العربية (2010-2017)

يتكون مؤشر إتحاد البورصات العربية (S&P AFE 40) من أكبر 40 شركة والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. وقد تم تصميم هذا المؤشر في شراكة بين إتحاد البورصات العربية ومؤسسة ستاندرد أند بورز داو جونز للمؤشرات. وتم إنشاء هذا المؤشر في 21 ديسمبر 2007 بقيمة أساس 100 نقطة.

يمثل الشكل التالي تطور قيمة مؤشر إتحاد البورصات العربية خلال فترة الدراسة (2010-2017):

### الشكل رقم (3.2): تطور قيمة مؤشر إتحاد البورصات العربية S&P AFE 40 (2010-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على موقع إتحاد البورصات العربية: <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/19.

\* قيم المؤشر تمثل آخر قيمة حققها المؤشر نهاية كل سنة.

يلاحظ مما سبق أن مؤشر إتحاد البورصات العربية سجل 63.78 نقطة سنة 2010، محققا زيادة نسبية قدرها 15.3% مقارنة بسنة 2009، وهذا نتيجة استرجاع أسواق رؤوس الأموال العربية عافيتها من تداعيات

الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 وتداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء أسواق رؤوس الأموال العربية وخاصة أسواق دول مجلس الخليج، أما سنتي 2011 و2012 فيلاحظ تراجع المؤشر إلى مستويات دنيا نتيجة الظروف السياسية والأمنية التي تعيشها بعض الدول العربية، ليعاود تحسنه سنتي 2013 و2014 متأثراً بتحسن الظروف السياسية والإقتصادية التي شهدتها المنطقة العربية. أما خلال سنة 2015 فيلاحظ أيضاً تراجع المؤشر إلى أدنى مستوياته، حيث بلغ 51.95 نقطة بسبب التراجع الحاد في أسعار النفط وتأثير ذلك على الدول المصدرة وخاصة الدول الخليجية. أما بالنسبة لسنتي 2016 و2017 فقد شهد المؤشر تحسناً نسبياً نتيجة التحسن الذي عرفته أسعار النفط العالمية في أواخر سنة 2016 على إثر إتفاق منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الإنتاج، وقرار تعويم سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار.

بمقارنة أداء مؤشري أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة - المؤشر المركب لصندوق النقد العربي ومؤشر إتحاد البورصات العربية- يتضح أن سلوك أدائهما متقارب خلال الفترة 2010-2017، وذلك بالنسبة لتأثرهما بالأحداث العالمية والعربية الإيجابية منها والسلبية، إلا أن نسبة التأثير تتفاوت بين المؤشرين حيث أن نسب تغير المؤشر المركب لصندوق النقد العربي أكبر من نسب تغير مؤشر إتحاد البورصات العربية، باعتبار أن الأول يشمل كافة أسواق رؤوس الأموال العربية، أما مؤشر إتحاد البورصات العربية فيتكون فقط من 40 شركة مختارة من مجموع الشركات المدرجة في الأسواق العربية، ومعظم هذه الشركات من الأسواق المالية الخليجية.

### 2.3. تحليل تطورات أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال مؤشرات تقييم أدائها (2010-2017)

شهدت أسواق رؤوس الأموال العربية خلال الفترة (2010-2017) أداء متذبذب ناتج عن تداعيات الأزمة المالية العالمية والظروف السياسية، الأمنية والإقتصادية التي عاشتها الدول العربية، وهو ما أكدته تطورات حركة مؤشري أسعار أسواق رؤوس الأموال العربية في العنصر السابق. وسنحاول من خلال هذا العنصر الوقوف على تفاصيل أداء أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة، بالإعتماد على أهم مؤشرات تقييم الأداء، وعلى النحو التالي:

#### 1.2.3. تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)

ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية بنسبة 9.8% لتصل إلى 983.8 مليار دولار في نهاية 2010، مقابل 903.4 مليار دولار في نهاية 2009، وبذلك تكون أسواق رؤوس الأموال العربية قد استعادت نحو 80.4 مليار دولار من خسائرها خلال سنة 2010 ونحو 214.2 مليار دولار من خسائرها المسجلة خلال الفترة

الممتدة من منتصف سنة 2008 وحتى الربع الأول من سنة 2009. وتعكس الزيادة في القيمة السوقية خلال سنة 2010 تحسن مؤشرات الأسعار لعدد من الأسواق العربية خلال السنة.

في سنة 2011 تراجعت القيمة السوقية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية بنحو 10.3% لتبلغ 894 مليار دولار في نهاية 2011. لتخسر بذلك حوالي 103 مليار دولار من قيمتها السوقية. وإذا ما تم استبعاد القيمة السوقية للشركات الجديدة التي تم إدراجها في الأسواق العربية خلال سنة 2011 والبالغ عددها 16 شركة، فإن الخسارة في القيمة السوقية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية ستكون أكبر. أما على صعيد الأسواق العربية الفردية، فقد كانت سوق دمشق للأوراق المالية والبورصة المصرية أكثر أسواق رؤوس الأموال العربية تراجعا في القيمة السوقية خلال سنة 2011، وقد خسرت هاتين السوقين نحو 50.3% و42.1% على التوالي من قيمتهما السوقية، وهو ما يعكس الإضطرابات والأحداث التي شهدتها كل من سوريا ومصر خلال السنة نفسها، كما خسرت كل من بورصة بيروت وسوق البحرين نحو 18.9% و17.3% من القيمة السوقية على التوالي سنة 2011، وكذلك سجلت بقية الأسواق خسائر تراوحت ما بين 9% (بورصة تونس) وقرابة 4% (السوق المالية السعودية) من قيمتها السوقية، أما بورصة الدوحة وسوق فلسطين فكانتا السوقين الوحيدتين اللتين استطاعتا أن تحققا أداء جيدا خلال نفس السنة، حيث ارتفعت القيمة السوقية لبورصة الدوحة بنحو 1.6%، وارتبط ذلك بالأداء المتميز للإقتصاد القطري خلال نفس السنة، في ظل التوسع الكبير في المشروعات الإستثمارية، حيث تشير التقديرات أن الإقتصاد القطري سجل معدل نمو حقيقي ملحوظ بلغ نحو 19% في سنة 2011. بينما جاء تحسن القيمة السوقية لسوق فلسطين نتيجة إدراج سبعة شركات في هذه السوق خلال سنة 2011، وارتفعت القيمة السوقية بنسبة 13.5%.

أما سنة 2012 وكما سبقت الإشارة، شهدت تحسنا في القيمة السوقية الإجمالية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية، فقد ارتفعت هذه القيمة بنحو 4.8% خلال هذه السنة لتبلغ 916.4 مليار دولار نهاية 2012. وقد ساهم في هذا التحسن قيام عدد من أسواق رؤوس الأموال العربية بإدراج أسهم شركات جديدة في أسواقها، بالإضافة إلى تأثير عمليات زيادة رأسمال بعض الشركات القائمة. فعلى سبيل المثال، قامت السوق المالية السعودية بإدراج أسهم ثمان شركات جديدة خلال سنة 2012، وبلغت القيمة السوقية لهذه الشركات الثمان نحو 6.43 مليار دولار بنهاية 2012.

وخلال سنة 2013، ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية بنحو 21% خلال هذه السنة لتبلغ نحو 1138.2 مليار دولار نهاية 2013، ولتكسب هذه الأسواق ما قيمته 221.8 مليار دولار من قيمتها السوقية. وقد كانت أسواق كل من أبو ظبي ودبي والسعودية أكثر الأسواق العربية إرتفاعا من حيث القيمة السوقية خلال 2013، حيث ارتفعت القيمة السوقية لهذه الأسواق بنحو 50.5 و42.7 و25.2% على التوالي، وقد ساهم إدراج خمسة شركات جديدة في السوق المالية السعودية - بلغت قيمتها السوقية نحو 3.42 مليار دولار نهاية 2013 - في ارتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية.

كما ارتفعت القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية بنحو 5.7% خلال سنة 2014 لتبلغ نحو 1203 مليار دولار نهاية السنة، ولتكسب هذه الأسواق ما قيمته حوالي 65 مليار دولار من قيمتها السوقية. وقد كانت أسواق كل من دبي وقطر والبحرين ومصر أكثر أسواق رؤوس الأموال العربية ارتفاعاً من حيث القيمة السوقية، حيث ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 24.3 و 21.8 و 19.5 و 12.9% على التوالي.

أما سنة 2015، فقد انتهت أسواق رؤوس الأموال العربية هذه السنة بتراجعات في القيمة السوقية بنحو 11.5%، أي ما يقارب 138 مليار دولار، ولتصل هذه القيمة إلى نحو 1064.5 مليار دولار نهاية 2015. ومما هو جدير بالذكر أن القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية خسرت أكثر من 313 مليار دولار منذ بداية التراجع في أسعار النفط وذلك منذ سبتمبر 2014. وعلى صعيد الأسواق الفردية كانت أسواق كل من دمشق ومصر وقطر والمغرب أكثر الأسواق العربية انخفاضاً من حيث القيمة السوقية خلال سنة 2015، حيث تراجعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 22.5 و 21.5 و 18.3 و 16.8% على التوالي، وقد ساهم استمرار تراجع سعر صرف الليرة السورية مقابل الدولار، في تعميق خسائر بورصة دمشق.

كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية، العامل الأبرز في تراجع أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، خصوصاً لدى الدول العربية المصدرة للنفط، حيث انعكس الانخفاض المتواصل في أسعار النفط في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين للأفاق المستقبلية لاقتصاديات هذه الأسواق. إلا أنه لم يكن التراجع في أسعار النفط العامل الوحيد، فقد انعكس التباطؤ في تعافي الاقتصاد العالمي وتراجع توقعات أداء الاقتصاديات الناشئة وتحديداً الاقتصاد الصيني، إلى جانب تداعيات رفع أسعار الفائدة الأمريكية ومخاوف العودة إلى السياسات النقدية الاحتياضية، سلباً على أداء أسواق المال في الاقتصاديات الناشئة والنامية، ومنها اقتصاديات الدول العربية. كذلك لم تستفيد الدول العربية المستوردة للنفط من الحيز المتاح من جراء انخفاض الأسعار العالمية، على الرغم من الجهود الكبيرة للسلطات لدى هذه الدول في إدخال إصلاحات اقتصادية، ذلك أن بعض هذه الدول تأثرت بالإضافة إلى العوامل السابقة، بتطورات وأحداث داخلية، رفعت من مخاوف المستثمرين. كما رافق ذلك كله، انكماش نمو الأرباح الصافية لمعظم الشركات العربية. هذا وكان التراجع ملحوظاً ولموسماً لدى الشركات في قطاعات مثل الصناعات البتروكيمياوية، وقطاع شركات العقار والإنشاءات، وقطاع الاتصالات، والخدمات الفندقية، وهو ما انعكس على أسعار شركات هذه القطاعات خلال العام.

كذلك وفي السياق نفسه، ساهمت الارتفاعات في عجوز الموازنات العامة لدى أغلب الدول العربية خلال هذه السنة، ولجوء السلطات فيها إلى أسواق التمويل المحلية لتمويلها، وتحديداً من خلال إصدار سندات الخزنة، في امتصاص جزءاً من السيولة المتاحة وارتفاع تكلفة التمويل الممكن توفيره للاستثمار في أسواق

المال] صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال سنة 2015 على الموقع؛ <http://www.amf.org.ae/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/23]. وللتوضيح أكثر تم إدراج الجدول والشكل الآتيين:

**الجدول رقم (13.3): تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)**

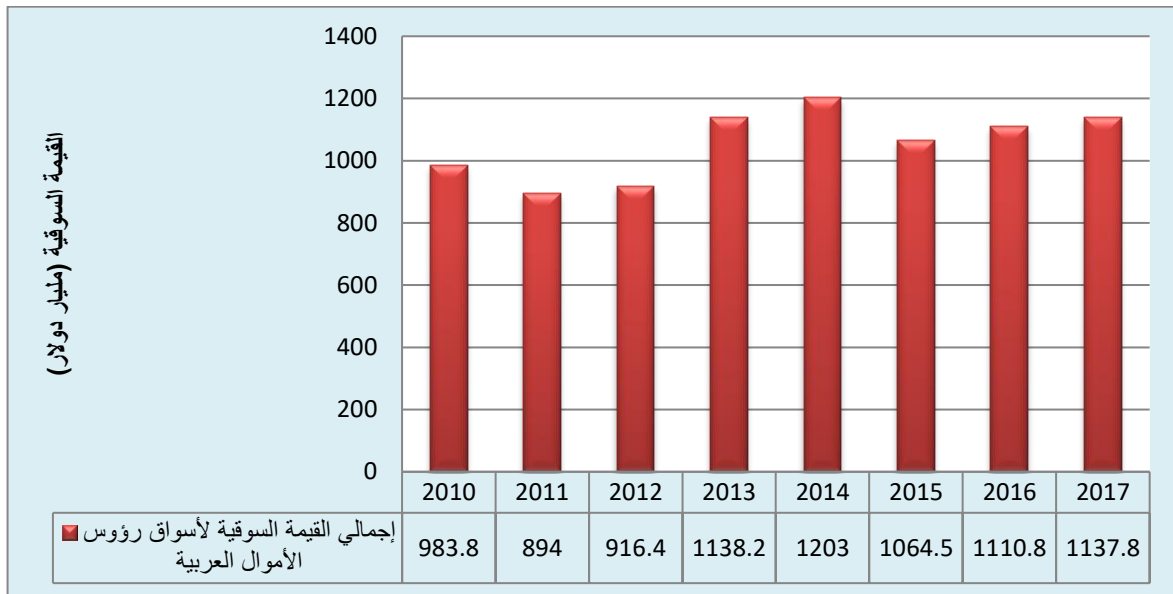
السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
إجمالي القيمة السوقية (مليار دولار)	983.8	894	916.4	1138.2	1203	1064.5	1110.8	1137.8
نسبة التغير %	-	-9.12	2.50	24.20	5.70	-11.51	4.35	2.43

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية (2010-2015).

- صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية للربع الرابع لسنتي 2016 و2017.

**الشكل رقم (3.3): تطور إجمالي القيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)**



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (3-13).

بالمحصلة، تراجعت مؤشرات الاسعار للأسواق المالية العربية خلال سنة 2015 بنسبٍ متفاوتة، باستثناء بورصة فلسطين التي كانت الاستثناء الوحيد، حيث سجل مؤشرها تحسناً بلغ نحو 4.1 في المائة خلال السنة.

ومع نهاية سنة 2016، سجلت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق رؤوس الأموال العربية، ارتفاعاً بنحو 46 مليار دولار، لتصل هذه القيمة إلى نحو 1110.8 مليار دولار. وذلك نتيجة للتطورات الاقتصادية الإقليمية والدولية والمتمثلة في ارتفاع أسعار النفط بالإضافة إلى الإصلاحات التي أقدمت عليها الحكومات في الدول العربية لتعزيز مشاركة القطاع الخاص والانفتاح على الاستثمار الأجنبي.

على صعيد أسواق رؤوس الأموال العربية بشكل فردي، كانت أسواق كل من الخرطوم والدار البيضاء ومسقط ودبي أكثر الأسواق العربية ارتفاعاً من حيث القيمة السوقية خلال سنة 2016، حيث ارتفعت القيمة السوقية لتلك الأسواق بنحو 47.7 و25.3 و9.8 و9.5% على التوالي، كما ارتفعت القيمة السوقية لأسواق أبوظبي وبيروت والسعودية بنسبة 8.0 و7.2 و6.5% على التوالي، كما سجلت القيمة السوقية لأسواق كل من البحرين، فلسطين، قطر والكويت تحسناً بنسب تقل عن 2.0%.

في المقابل، تراجعت القيمة السوقية لبورصتي كل من دمشق ومصر بنحو 44.4 و37.2% على التوالي بنهاية 2016، متأثرة بشكل أساسي بتراجع أسعار صرف عملتيهما أمام العملات الأخرى، كما تراجعت القيمة السوقية لسوق عمان بنحو 3.5%.

أما مع نهاية سنة 2017، سجلت القيمة السوقية الإجمالية لأسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة، ارتفاعاً بنحو 27 مليار دولار، لتصل هذه القيمة إلى حوالي 1137.8 مليار دولار مقابل 1110.8 مليار دولار سنة 2016.

وفيما يتعلق بالقيمة السوقية لأسواق رؤوس الأموال العربية بشكل فردي، فقد سجلت معظم الأسواق العربية تحسناً في القيمة السوقية بنهاية سنة 2017، حيث ارتفعت القيمة السوقية للشركات المدرجة في ثلاثة عشرة سوقاً عربية، وقد سجلت أكبر هذه الارتفاعات في سوق أبوظبي، قطر وسوق دبي المالي بنحو 9.1 و6.7 و3.7 مليار دولار على التوالي. فيما انخفضت القيمة السوقية للأسواق الثلاثة الأخرى، وكان أهمها الإنخفاض المسجل في سوق الأسهم السعودي، وبورصة الكويت بنحو 8.5 و7.0 مليار دولار على الترتيب.

أما على صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية، فلا تزال السوق المالية السعودية تتصدر أسواق رؤوس الأموال العربية، حيث بلغت القيمة السوقية لها بنهاية سنة 2017 نحو 451.2 مليار دولار، وتمثل هذه القيمة نحو 39.7% من القيمة السوقية الإجمالية لأسواق رؤوس الأموال العربية. تليها كل من سوق قطر وأبوظبي ودبي والكويت بقيمة سوقية بلغت نحو 129.6 و107.3 و92.6 مليار دولار على الترتيب.

### 2.2.3. تطور إجمالي سيولة أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2017)

عرفت أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2010، تراجع أحجام التداول مقارنة بسنة 2009، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للسنة الثانية على التوالي بنسبة 42%، لتصل إلى نحو 381.3 مليار دولار سنة 2010 مقابل 654 مليار دولار خلال سنة 2009، وشكلت قيمة الأسهم المتداولة في ستة أسواق فقط، وهي سوق الأسهم السعودي وسوق الكويت وسوق الإمارات وبورصة قطر بالإضافة إلى البورصة المصرية مانسبته 91.4% من إجمالي قيمة التداول في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة خلال سنة 2010، وبلغت حصة سوق الأسهم السعودي 53.3%. وفي ضوء ذلك، انخفض معدل حجم

التداول اليومي إلى 1860 مليون دولار خلال 2010 مقابل 2613 مليون دولار خلال 2009، وقد شهد هذا المعدل انخفاضا في معظم الأسواق العربية.

وفيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من متوسط إجمالي القيمة السوقية) فقد بلغ نسبة 38%، وقد كانت بورصة الدار البيضاء هي الأنشطة بين أسواق رؤوس الأموال العربية، حيث سجلت أعلى معدل لدوران الأسهم خلال سنة 2010 بنسبة بلغت 76.4%. وبالمقارنة مع سنة 2009، فإن معظم أسواق رؤوس الأموال العربية قد شهدت تراجعا في معدلات دوران الأسهم، عاكسة بذلك مخاوف المتعاملين ( وخاصة المستثمرين الأجانب) نظرا لتأثيرات الأزمة المالية العالمية من جهة، وتداعيات أزمة ديون شركات دبي من جهة أخرى.

أما خلال سنة 2011 استمرت ظاهرة شح السيولة في أسواق رؤوس الأموال العربية، وهو ما يرتبط بهيمنة المستثمرين الأفراد الذين لا يزالون يستحوذون على الجزء الأعظم من تداولات الأسواق العربية. وبالرغم من أن حجم التداول الإجمالي لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية قد شهد ارتفاعا نسبيا خلال سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، إلا أن هذا الإرتفاع النسبي قد نتج فقط عن التحسن في السيولة لدى سوق الأسهم السعودي وبدرجة أقل في البورصة القطرية، مع دخول بعض صناديق الإستثمار، في حين كان هناك تراجع واضح في نشاط التداول لدى باقي أسواق رؤوس الأموال العربية.

بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2011 حوالي 395.46 مليار دولار أي أعلى بنحو 3.78% مقارنة مع القيمة المماثلة سنة 2010، إلا أنها أقل بشكل واضح من حجم التداول الذي عرفته هذه الأسواق خلال الفترة 2005-2009.

أما معدل دوران الأسهم لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية فقد ارتفع من حوالي 38% سنة 2010 إلى حوالي 45% سنة 2011. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسهم مجتمعة يكون قد انخفض مقارنة بسنة 2010. أما من حيث نشاط الأسواق بشكل فردي استمرت سوق الأسهم السعودية في أن تكون السوق الأنشط عربيا بمعدل دوران للأسهم بلغ 86.5%، تلتها البورصة المصرية بنحو 50.2%، ثم كل من سوق الكويت ودبي بنحو 20.7 و 17.8% على التوالي.

شهدت سنة 2012 تحسنا ملموسا في مستويات السيولة في أسواق رؤوس الأموال العربية، وخصوصا في سوقي السعودية ودبي. ويمكن تفسير تحسن مستويات السيولة في سوق الأسهم السعودية إلى الإكتتابات الأولية خلال هذه السنة، والتي بلغ عددها سبعة إكتتابات، وبلغ عدد الأسهم المكتتب بها 257 مليون سهم، أيضا تم إدراج أسهم ثماني شركات للتداول خلال سنة 2012. كما لعب زيادة حجم معاملات المستثمرين الأجانب في سوقي السعودية ودبي دورا في تحسن السيولة فيهما.

بلغت قيمة الأسهم المتداولة بمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2012 حوالي 624.72 مليار دولار، أي أعلى بنحو 57.97% مقارنة بسنة 2011. حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية نحو 514.5 مليار دولار وشكلت ما نسبته 82.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. أما معدل دوران الأسهم، فقد شهد ارتفاعاً كبيراً سنة 2012 لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية مقارنة بسنة 2011، ليصل هذا المعدل إلى 68% وذلك مقابل 45% سنة 2011. وقد ساهم في هذا الارتفاع التحسن الكبير في هذا المعدل في السوق المالية السعودية، حيث قفز معدل دوران الأسهم إلى نحو 138% خلال سنة 2012 مقابل نحو 87% سنة 2011. وباستبعاد السوق المالية السعودية فإن معدل دوران الأسهم في بقية الأسواق العربية مجتمعة خلال سنة 2012 قد بلغ نحو 19.3%، وهو أعلى مقارنة بمعدل سنة 2011 والبالغ 15.6%.

أما خلال سنة 2013، سجلت مستويات السيولة في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة تراجعاً، ويعود ذلك إلى التراجع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، والتي تراجعت فيها قيم الأسهم المتداولة خلال هذه السنة بنحو 149 مليار دولار، وذلك على الرغم من إدراج أسهم خمسة شركات في السوق المالية السعودية، ومن أهم أسباب ذلك: تغير سلوك المتعاملين من المضاربة إلى الاستثمار متوسط وطويل الأجل، وبالتالي الإحتفاظ بالأسهم لمدة أطول، وكذا توجه جزء من السيولة نحو الاستثمار العقاري، إضافة إلى توجه بعض المحافظ والصناديق الإستثمارية إلى الأسواق المالية في الدول المجاورة.

بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2013 حوالي 534.89 مليار دولار، أي أقل بنحو 90 مليار دولار بالمقارنة بسنة 2012. حيث انخفض حجم التداول في خمسة أسواق هي السعودية، مصر، تونس، بيروت ودمشق. وكان أكبر هذه الإنخفاضات في السوق السعودية كما ذكر. وسجلت سوقي أبو ظبي ودبي أعلى نسبة ارتفاع في أحجام التداول بنحو 282 و229% على التوالي. أما معدل دوران الأسهم لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية، فقد سجل هو الآخر تراجعاً ملموساً سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، ليصل هذا المعدل إلى 47% مقابل نحو 68% عن السن الماضية. ويرجع السبب في ذلك إلى التراجع الكبير لهذا المعدل في السوق المالية السعودية حيث تراجع إلى نحو 78% خلال سنة 2013 مقابل نحو 138% سنة 2012. وباستبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق العربية مجتمعة سنة 2013 قد بلغ 25.4% وهو أعلى من المعدل المسجل السنة الماضية والبالغ 19.3%.

أما من حيث نشاط الأسواق بشكل فردي، فقد استمرت السوق المالية السعودية في أن تكون السوق الأنشط عربياً بمعدل دوران بلغ 78%، تلتها سوق دبي بنحو 61.6%، ثم البورصة المصرية والكويتية بنحو 37.5 و35.8% على التوالي.

خلال سنة 2014، سجلت مستويات السيولة أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة إرتفاعا ملموسا، حيث إرتفعت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 56% مقارنة بالسنة السابقة، ووصلت هذه القيمة إلى 835.33 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى الإرتفاع الكبير في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، والتي ارتفعت فيها قيم الأسهم المتداولة خلال هذه السنة بنحو 207 مليار دولار. ويعود جزء مهم من هذا الإرتفاع إلى أمرين أولهما إدراج أسهم البنك الأهلي التجاري، حيث تم الإكتتاب بنحو 500 مليون سهم بسعر 45 ريال للسهم، إضافة إلى إدراج أسهم خمس شركات أخرى، أما الأمر الثاني فيتمثل في صدور قرار الموافقة بالسماح للأجانب غير المقيمين في المملكة بالشراء المباشر للأسهم السعودية، وذلك عن طريق المؤسسات المالية الأجنبية، وهو ما ساهم في زيادة حجم التداولات ابتداء من منتصف سنة 2015.

أما معدل دوران الأسهم لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية، فقد سجل تحسنا كبيرا خلال سنة 2014 مقارنة مع السنة الماضية، ليصل إلى 69.4% مقابل 47% سنة 2013. ويعتبر معدل الدوران المسجل خلال هذه السنة الأعلى منذ الأزمة المالية العالمية 2008. ويرجع سبب ذلك إلى الإرتفاع الكبير لهذا المعدل في كل من السوق المالية السعودية وسوق دبي المالي، حيث بلغ هذا المعدل 118.4 و118.2% على التوالي خلال سنة 2014. وباستبعاد السوق المالية السعودية فإن معدل دوران الأسهم في بقية الأسواق العربية مجتمعة سنة 2014 يكون قد بلغ نحو 21.9%، وهو أقل من المعدل المسجل خلال السنة الماضية والبالغ 25.4%.

وفي سنة 2015، عرفت أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة شحا في السيولة، حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة تفوق 30% مقارنة مع السنة الماضية، ووصلت هذه القيمة إلى نحو 584.2 مليار دولار، مسجلة بذلك انخفاضا قيمته 251 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية، والتي انخفضت فيها قيمة التداول بنحو 130 مليار دولار، على الرغم من الإكتتاب العام وإدراج أسهم أربعة شركات، إضافة إلى السماح للأجانب غير المقيمين في المملكة العربية السعودية بالشراء المباشر للأسهم السعودية، وذلك ابتداء من منتصف 2015.

أما سنة 2016، فقد عرفت أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة خلالها هي الأخرى شحا في السيولة للسنة الثانية على التوالي وكما هو موضح في الجدول والشكل الآتيين:

الجدول رقم (14.3): تطور مؤشرات تداول أسواق رؤوس الأموال العربية

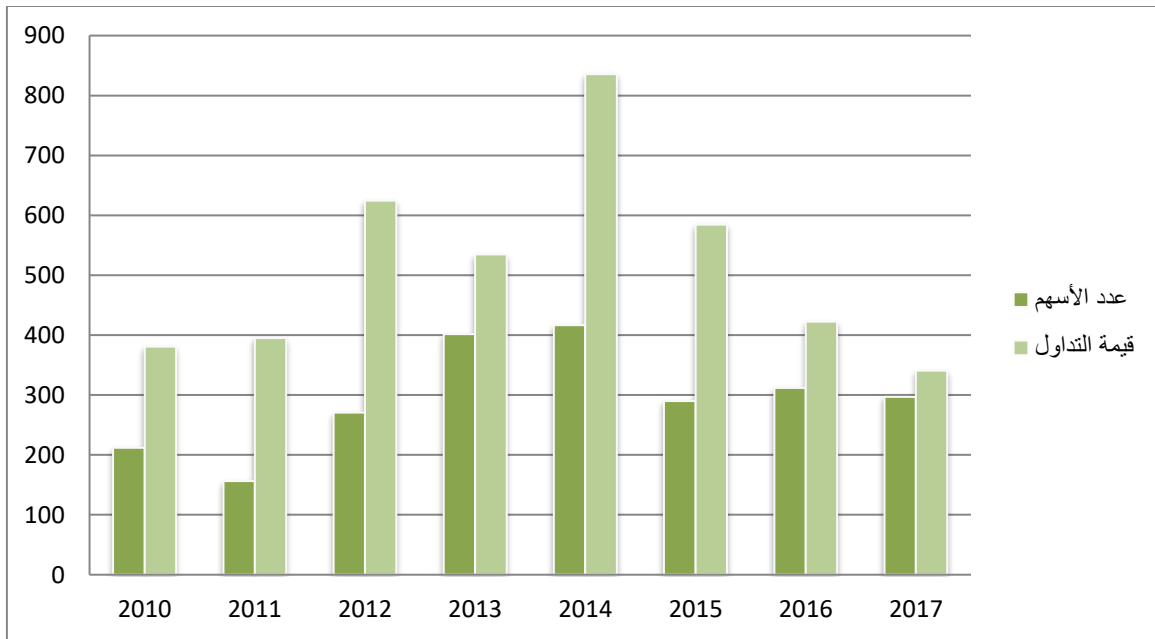
السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قيمة التداول (مليار دولار)	381.03	395.46	624.72	534.89	835.33	584.21	422.29	340.5
عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	211.67	156.35	270.64	401.54	416.70	289.71	311.89	296.9
معدل الدوران %	38.2	45.24	68.17	47	69.4	54.9	38.9	-

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات (2011-2017)  
- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2017).

- بالنسبة لسنة 2017: النشرة الفصلية للربح الأول، الثاني، الثالث والرابع 2017.

الشكل رقم (4.3): تطور مؤشرات تداول أسواق رؤوس الأموال العربية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (14-3)

يلاحظ مما سبق انخفاض قيمة الأسهم المتداولة سنة 2016 بنسبة 27.7% مقارنة بسنة 2015، حيث وصلت هذه القيمة إلى نحو 422.29 مليار دولار، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية والتي انخفضت فيها قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه السنة إلى ما يزيد عن 134 مليار دولار، على الرغم من طرح أسهم ثلاث شركات ضمن السوق الرسمي، إضافة إلى تخفيف الشروط المتعلقة باكتتاب الأجانب غير المقيمين. وقد أظهرت البيانات انخفاضاً في قيمة التداول في تسعة أسواق هي عمان وأبوظبي، دبي، تونس، السعودية، مسقط، قطر والكويت ومصر. بينما شهدت

أسواق كل من المغرب ولبنان وفلسطين والبحرين وسورية ارتفعا في أحجام التداول خلال نفس السنة، وسجلت السوق المغربية أكبر ارتفاع في قيمة التداول بنحو 2.3 مليار دولار. سجلت سنة 2017 هي الأخرى تراجعاً ملحوظاً كما هو مبين في الشكل السابق، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة حوالي 340.5 مليار دولار، وهي تمثل القيمة الأقل خلال فترة الدراسة (2010-2017)، ويرجع ذلك بشكل أساسي إلى التراجع الملموس في مستويات السيولة في السوق المالية السعودية والتي انخفضت فيها قيمة الأسهم المتداولة خلال هذه السنة أيضاً بشكل ملحوظ.

### 3.2.3. تطور الإستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية (2011-2016)

شهدت الإستثمارات الأجنبية في أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2011، صافي تدفق سالب، حيث تجاوزت مبيعات الأجانب (بما فيهم العرب) مشترياتهم في أسواق رؤوس الأموال العربية. وقد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب خلال هذه السنة 31810 مليون دولار، أو ما نسبته 8.1% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس السنة، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي 33745 مليون دولار، أو ما نسبته 8.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، لتكون بذلك حصيلة تعاملات الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية صافي بيع (صافي تدفق سالب) بقيمة 1934 مليون دولار.

أما فيما يتعلق بالإستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية بشكل فردي، فقد كانت البورصة المصرية الأكثر تراجعاً، ليسجل الإستثمار الأجنبي فيها صافي بيع بنحو 671 مليون دولار، مقابل صافي شراء بلغ نحو 1409 مليون دولار سنة 2010. ويرجع السبب في ذلك إلى الإضطرابات التي حدثت بها خلال نفس السنة.

في سنة 2012 سجل الإستثمار الأجنبي لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية، صافي تدفق سالب ولكن بشكل طفيف. حيث تجاوزت أحجام مبيعات الأجانب أحجام مشترياتهم، وبلغ إجمالي مشتريات الأجانب (بما فيهم العرب) في الأسواق العربية لهذه السنة 36841 مليون دولار أي ما نسبته 5.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، في حين بلغت مبيعاتهم 36913 مليون دولار أي ما نسبته 5.91% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. ولتكون بذلك الحصيلة صافي بيع نحو 72 مليون دولار سنة 2012. ويعكس ذلك تطوراً كبيراً في تراجع حدة خروج المستثمر الأجنبي. حيث شهد الربعين الأول والثاني من السنة الحالية استمراراً لخروج المستثمر الأجنبي من الأسواق العربية، حيث عرف الربع الثاني أقوى خروج للمستثمر الأجنبي بصافي بيع تجاوز 585 مليون دولار، وذلك نتيجة لحالة عدم الإستقرار التي كانت سائدة في عدد من الدول العربية. أما الربع الثالث فقد شهد عودة قوية للمستثمر الأجنبي وخاصة في السوق المالية السعودية وسوق الإمارات، ولتسجل تعاملات الأجانب لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية صافي شراء

عن هذا الربع بنحو 749 مليون دولار، وفي الربع الرابع عاود المستثمر الأجنبي الخروج من الأسواق العربية، ولكن بحدّة أقل.

وفيما يتعلق بحجم تعاملات الاستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية، فتأتي بورصة البحرين أولاً، حيث استحوذت قيمة تعاملات الأجانب فيها (بما فيهم الخليجيون والعرب) خلال سنة 2012، على نحو 61.1% من إجمالي تعاملات السوق، يليها سوقي دبي وأبوظبي الماليين بنحو 46.0 و39.2% على التوالي، ثم بورصة قطر بنسبة 28.6% فبورصتي مصر ومسقط بنحو 21.0 و20.42% على التوالي، وبورصات كل من عمان والكويت والمغرب وتونس والسعودية بنسب 15.6 و9.4 و7.6 و6.2 و3.2% على الترتيب.

من جانب آخر وصلت نسبة ملكية الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية أعلى مستوى لدى بورصتي البحرين وعمان، حيث بلغت هذه النسبة في بورصة البحرين نحو 66.6% موزعة بين 48.9% لمواطني دول مجلس التعاون الخليجي و17.7% لمستثمري الدول الأخرى. أما بورصة عمان، فبلغت النسبة نحو 51.7% في نهاية سنة 2012، موزعة بين 33.8% لمستثمرين عرب و17.9% لمستثمرين أجانب من غير العرب.

أما خلال سنة 2013، فقد سجل الإستثمار الأجنبي لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة صافي تدفق موجب، وذلك لأول مرة منذ ستة سنوات. حيث بلغ إجمالي مشتريات الأجانب حوالي 61365 مليون دولار أي ما نسبته 11.5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وفي المقابل بلغت مبيعاتهم حوالي 58286 مليون دولار، أي ما نسبته 10.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وفي المتوسط وصلت حصة تعاملات الأجانب في الأسواق العربية نحو 11.2% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2013 مقابل حصة بلغت 8.1% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2012.

فيما يتعلق بحجم تعاملات الإستثمار الأجنبي في هذه الأسواق، فتأتي سوق دبي أولاً، حيث استحوذت قيمة تعاملات الأجانب فيها (بما فيهم مواطني دول مجلس التعاون الخليجي ومواطني الدول العربية) خلال سنة 2013 على نحو 42.6% من إجمالي تعاملات السوق، يليها سوق أبوظبي بنسبة 37%، ثم بورصتي البحرين وقطر بنحو 32.8 و31.3% على التوالي.

تجدر الإشارة إلى أنه وفي معظم الأسواق، نتج التغير في صافي تعاملات الأجانب بصورة رئيسية عن التغير في صافي تعاملات الأجانب من المستثمرين المؤسسين. ففي معظم الأسواق التي شهدت تدفق موجب كان هناك زيادة في شراء المستثمر المؤسسي الأجنبي، والعكس صحيح، أي أنه في الأسواق التي شهدت تدفق سالب لتعاملات الأجانب كان هناك زيادة في عمليات بيع المستثمر المؤسسي الأجنبي.

خلال سنة 2014، شهدت تعاملات المستثمر الأجنبي تحسناً كبيراً، وذلك انعكاساً للأداء الإيجابي الناتج عن تحسن ربحية الشركات، إضافة إلى العديد من العوامل الإيجابية خلال سنتي 2013 و2014 -والتي

سبق ذكرها-. وبلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجانب سنة 2014 في الأسواق العربية مجتمعة حوالي 108 مليار دولار، أي ما نسبته 12.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة، وفي المقابل بلغ إجمالي قيمة مبيعاتهم حوالي 103.6 مليار دولار أي ما نسبته 12.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وفي المتوسط بلغت نسبة تعاملات الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية نحو 12.7% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2014، مقابل 11.2% السنة الماضية.

تجدر الإشارة إلى أن تعاملات المستثمر الأجنبي استمرت في تسجيل التدفق الموجب خلال الرباعيات الثلاثة الأولى من سنة 2014، ليسجل صافي الإستثمار الأجنبي بنهاية سبتمبر 2014 صافي تدفق موجب بأكثر من ستة مليارات دولار إلا أن موجة التراجع الحاد في أسعار النفط العالمية والتي بدأت في الثلث الأخير من سنة 2014، أثارت مخاوف العديد من المتعاملين في الأسواق المالية بشكل عام والأسواق المالية العربية بشكل خاص، مما أثر على سلوك المتعاملين الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية وعلى قراراتهم الإستثمارية بشكل سلبي، وكانت المحصلة تسجيل تعاملات المستثمر الأجنبي خلال الربع الرابع لسنة 2014 لصافي تدفق سالب بنحو 1.4 مليار دولار. وقد أدى ذلك إلى تقليص حصيلة الإستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة سنة 2014 لتبلغ حوالي 4.4 مليار دولار.

سنة 2014 تصدرت بورصتي الإمارات (دبي وأبوظبي) بأكبر حجم لمعاملات الإستثمار الأجنبي، حيث استحوذت قيمة تعاملات الأجانب فيهما (بما فيهم الخليجين والعرب) على نحو 43.8 و 41.1% على التوالي من إجمالي قيمة التعاملات، تليها بورصة البحرين بنسبة 35.5%، ثم بورصات كل من مسقط ومصر وقطر بنسب تراوحت ما بين 20 و 21%.

أما خلال سنة 2015، تأثرت تعاملات الأجانب إيجابيا في بداية ومنتصف السنة مع إدراج سوقي الإمارات وسوق قطر في مؤشرات الأسواق الناشئة، والبدء بالسماح للمستثمرين الأجانب بالتداول في السوق السعودي، إلا أنها عادت لتشهد تراجعا خلال الأشهر الأخيرة من السنة، حيث شهدت تعاملات المستثمر الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية تراجعا كبيرا خلال سنة 2015 مقارنة مع السنتين السابقتين، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (15.3): تطور تعاملات المستثمر الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية (2011-2016)  
(مليون دولار)

السنة	2011	2012	2013	2014	2015	2016
شراء	31810	36841	61365	107987.8	62387	46189.3
بيع	33745	36913	58286	103584.3	61637	44707.9
صافي	-1934	-72	3079	4403.5	750	1481.4
نسبة التعامل %	8.3	5.9	11.18	12.66	10.6	10.76

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2015).

- صندوق النقد العربي، التقرير الإقتصادي العربي الموحد، فصل الجداول الإحصائية، للسنوات 2011-2015.

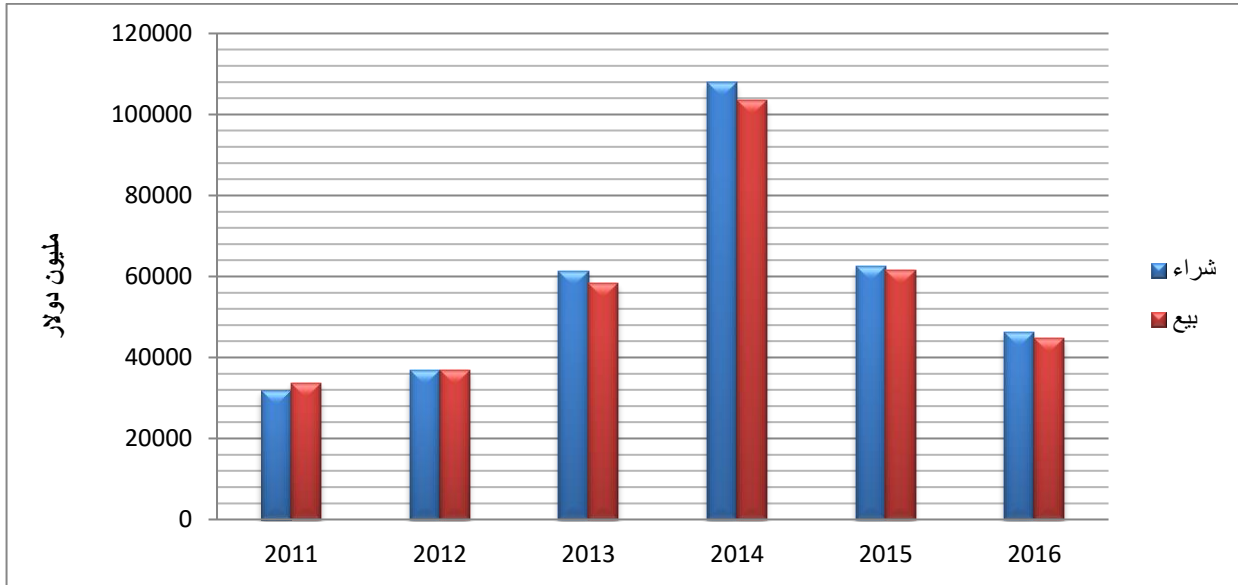
من خلال الجدول السابق، يلاحظ التراجع الكبير الذي شهدته سنة 2015 في تعاملات المستثمر الأجنبي لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية وذلك مقارنة مع سنة 2014، حيث بلغ إجمالي قيمة مشتريات المستثمر الأجنبي حوالي 62.4 مليار دولار، أي نحو 10.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس الفترة، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي 61.6 مليار دولار، وفي نفس السياق حققت صافي تعاملات الأجنبي في مجموع أسواق رؤوس الأموال العربية صافي تدفق موجب وذلك للسنة الثالثة على التوالي، ولكن بقيمة أقل مقارنة بسنتي 2013 و2014، حيث بلغت حوالي 750 مليون دولار.

وتجدر الإشارة إلى أن التراجع المسجل في الإستثمار الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية خلال الربع الأول من 2015، يعتبر امتداداً للتراجع المسجل خلال الربع الأخير من 2014، والبالغ نحو 1.4 مليار دولار، وهو الربع الذي بدأت فيه موجة التراجع الحادة في أسعار النفط العالمية. وخلال الربع الثاني 2015، وتفاعلاً مع إعلان قرار السماح للمستثمر الأجنبي بالشراء المباشر في السوق المالية السعودية من خلال المؤسسات المالية المؤهلة ابتداءً من منتصف سنة 2015، سجلت تعاملات المستثمر الأجنبي صافي تدفق موجب في معظم أسواق رؤوس الأموال العربية، وبشكل خاص الخليجية منها. إلا أن التراجع المتواصل في أسعار النفط العالمية، إضافة إلى التراجع الحاد في بورصات الصين واليونان وتبعات ذلك على باقي الأسواق المالية العالمية، زادت من مخاوف العديد من المتعاملين في الأسواق المالية بشكل عام وأسواق رؤوس الأموال العربية بشكل خاص، وأثرت على سلوك المستثمر الأجنبي وقراراتهم الإستثمارية بشكل سلبي، وكانت المحصلة تسجيل تعاملات المستثمر الأجنبي خلال الربع الرابع 2015 لصافي تدفق سالب بنحو 670 مليون دولار.

أما سنة 2016، فقد شهدت هي الأخرى تأثر تعاملات المستثمرين الأجنبي في أسواق رؤوس الأموال العربية بشكل سلبي، ويرجع ذلك إلى حالة عدم الإستقرار وازدياد المخاطر الجيوسياسية التي عرفتتها عدد من

الدول العربية، واستمرار تداول النفط عند مستويات متدنية نسبياً، إلى جانب استمرار المخاوف من تباطؤ معدلات النمو في الإقتصاديات العربية. والشكل التالي يوضح ما سبق.

الشكل رقم (5.3): تطور تعاملات الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على بيانات الجدول رقم (3-15).

من خلال الشكل السابق يلاحظ أن قيمة تعاملات المستثمر الأجنبي في الأسواق العربية مجتمعة سنة 2016 شهدت تراجعاً ملحوظاً مقارنة مع السنوات الثلاثة السابقة، حيث بلغ إجمالي قيمة مشتريات الأجانب حوالي 46.2 مليار دولار، أي نحو 10.9% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس السنة، ويعتبر هذا تراجعاً كبيراً بالمقارنة مع مشتريات السنة الماضية، في المقابل بلغت قيمة مبيعات الأجانب في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة حوالي 44.7 مليار دولار، أي ما نسبته 10.6% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال نفس السنة، ويشكل هذا انخفاضاً في مبيعات الأجانب بنحو 16.9 مليار دولار عن إجمالي مبيعاتهم في أسواق رؤوس الأموال العربية خلال سنة 2015، والبالغة نحو 16.9 مليار دولار. وفي المتوسط بلغت نسبة تعاملات الأجانب في هذه الأسواق نحو 10.76% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال سنة 2016، مقابل ما نسبته 10.6% سنة 2015.

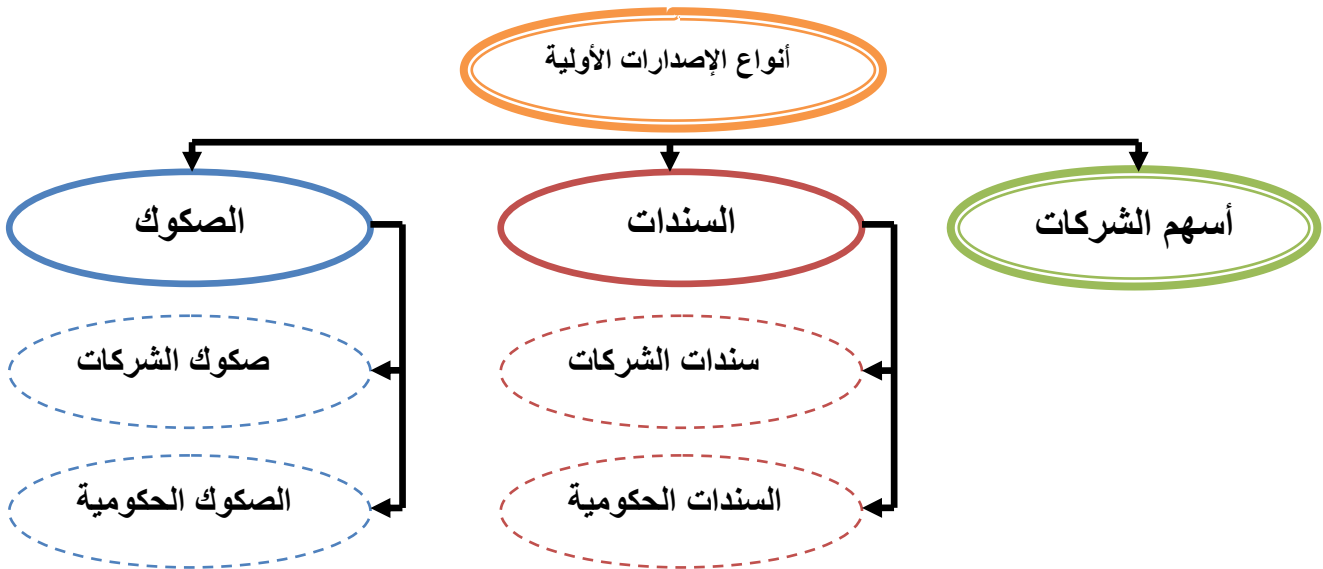
وفي نفس السياق، حققت صافي تعاملات الأجانب في الأسواق العربية سنة 2016 صافي تدفق موجب، وذلك للسنة الرابعة على التوالي، وبقيمة تجاوزت تلك المسجلة سنة 2015، حيث سجلت صافي تعاملات الأجانب صافي تدفق موجب بحوالي 1481 مليون دولار مقابل 750 مليون دولار سنة 2015.

ووصل صافي الشراء للأجانب أعلاه بين الأسواق العربية سنة 2016، لدى كل من سوق أبوظبي للأوراق المالية وبورصة قطر بنحو 927 و857 مليون دولار. وفي المقابل سجلت السوق المالية السعودية

أكبر تدفق سالب لتعاملات الأجانب في الأسواق العربية لسنة 2016، حيث سجلت صافي تعاملات الأجانب صافي تدفق سالب بنحو 801 مليون دولار، متجاهلة بذلك حزمة التحفيز المقدمة للمستثمر الأجنبي. ويرجع جزء من هذا التراجع إلى استمرار مستويات أسعار النفط العالمية عند مستويات متدنية نسبياً، إلى جانب عدد من العوامل الجيوسياسية في المنطقة العربية. وفيما يتعلق بحجم تعاملات المستثمر الأجنبي في هذه الأسواق، فلا تزال سوقي الإمارات (أبوظبي ودبي) تنصدر الأسواق العربية، حيث استحوذت قيمة تعاملات الأجانب فيهما بما فيهم الخليجين والعرب خلال سنة 2016 على نحو 47.6 و 45.3% على التوالي من إجمالي قيم التعاملات.

#### 4.2.3. تطور الإصدارات الأولية في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2015)

تنقسم إصدارات أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة إلى ثلاثة أنواع هي: الأسهم، السندات والصكوك، ويمكن تلخيصها في الشكل الموالي من أجل تتبع تطوراتها خلال فترة الدراسة (2010-2015).  
الشكل رقم (6.3): أنواع الإصدارات الأولية في أسواق رؤوس الأموال العربية



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2015).

- بالنسبة لسنة 2016 و 2017 لم تدرجا لعدم توفر أي معطيات.

#### 1.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في أسواق رؤوس الأموال العربية

خلال سنة 2010 تحسن نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم مقارنة بسنة 2009، وذلك نتيجة انحسار تأثير الأزمة المالية العالمية وتحسن ثقة المستثمر بأسواق رؤوس الأموال العربية، حيث بلغ عدد الإصدارات الأولية من الأسهم خلال هذه السنة 27 إصداراً مقابل 17 إصداراً سنة 2009، وقد بلغت القيمة الإجمالية

لها حوالي 2.75 مليار دولار، بارتفاع بلغت نسبته حوالي 28% عن قيمة إصدارات سنة 2009. وتجدر الإشارة أن عدد وقيمة الإصدارات الأولية من الأسهم في الأسواق العربية بلغت ذروتها سنة 2007، حيث بلغ عدد الإصدارات 71 إصداراً، بقيمة 14.4 مليار دولار.

أما خلال سنة 2011، فقد تراجع نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم، حيث بلغ عدد الإصدارات الجديدة 16 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 853 مليون دولار. ويمثل حجم إصدارات سنة 2011 الأضعف لمجموع أسواق رؤوس الأموال العربية خلال قرابة عقد من الزمن.

وفي سنة 2012 حقق نشاط الإصدارات الأولية تحسناً ملحوظاً بعد التراجع الكبير المسجل سنة 2011، حيث بلغت القيمة الإجمالية لإصدارات الأسهم نحو 1.69 مليار دولار وهي تمثل ضعف القيمة المسجلة سنة 2011، وبلغ عدد الإصدارات 11 إصداراً مقابل 16 إصداراً سنة 2011. وتوزعت الإصدارات الجديدة خلال سنة 2012، بين سبعة إصدارات في السعودية، وإصدارين في كل من عمان وتونس. وكان أكبر إصدارين أوليين خلال هذه السنة من نصيب السعودية. كما تصدر قطاع الصناعة خلال 2012 بأربعة إصدارات بلغت قيمتها نحو 547.8 مليون دولار، مقابل ثلاثة إصدارات للقطاع المالي.

وفي سنة 2013 أيضاً استمر تحسن الإصدارات الأولية من الأسهم ليصل إلى 22 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 2.62 مليار دولار. هذا، وترتفع القيمة الإجمالية للإصدارات من الأسهم عبر الإكتتابات العامة سنة 2013 إلى حوالي 3.60 مليار دولار إذا ما تمت إضافة إصداري الإكتتاب العام لكل من "شركة المسيعيد للبتروكيماويات القابضة" في قطر و"بنك الائتمان العراقي"، وهما الإكتتابان اللذان تم طرحهما خلال شهر ديسمبر 2013 وامتد الإكتتاب بهما إلى شهر جانفي 2014. هذا وتوزعت الإصدارات خلال هذه السنة، بين عشرة إصدارات تونسية وخمسة إصدارات سعودية وأربعة إصدارات عمانية، بالإضافة إلى إصدار واحد عراقي وآخر مغربي. كما اشتملت هذه الإصدارات على إصدار دولي لشركة إماراتية "مجموعة مستشفيات النور". أما من حيث القطاعات الاقتصادية، فقد تصدر قطاع الخدمات المالية من حيث عدد الإصدارات الأولية سنة 2013، وذلك بعد أن تصدر قطاع الصناعة عدد الإصدارات الأولية في السنتين السابقتين. فقد كانت خلال سنة 2013 ستة إصدارات لشركات خدمات مالية مقابل ثلاثة إصدارات لشركات من قطاع الصناعة وثلاث إصدارات لشركات من قطاع الطاقة.

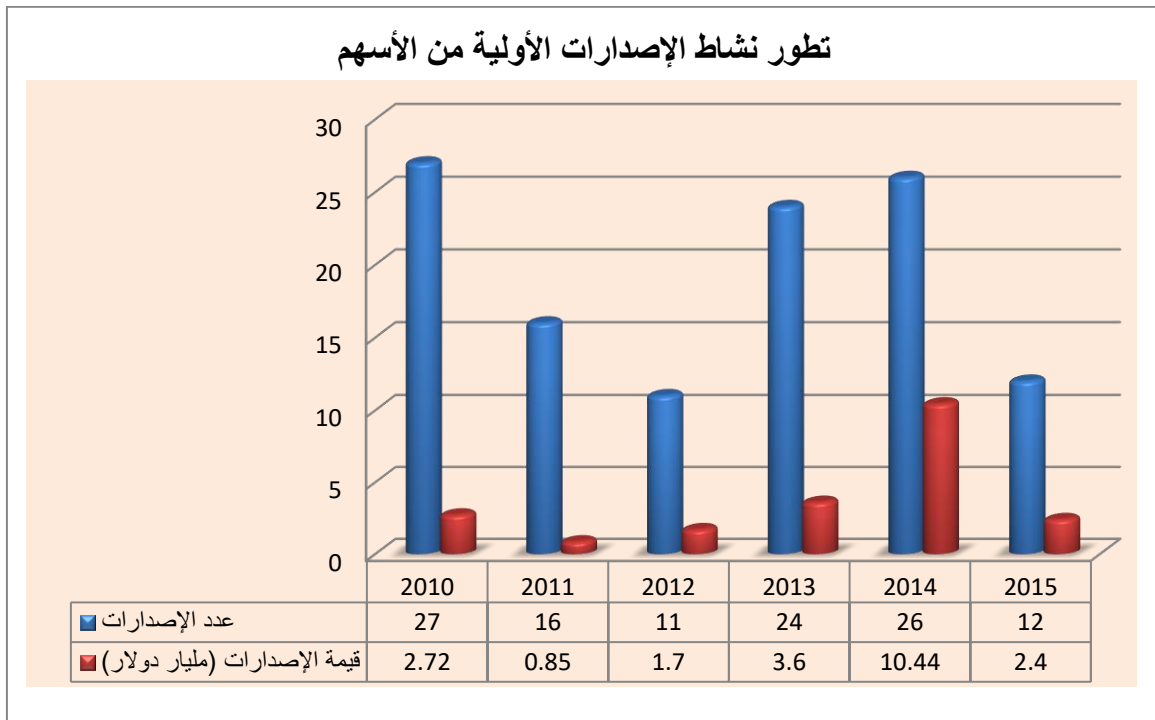
استمر تحسن نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم عبر الإكتتابات العامة (IPOs) سنة 2014 كذلك، ليصل عدد الإصدارات الجديدة إلى 26 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 10.44 مليار دولار مقابل 24 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 3.6 مليار دولار سنة 2013. هذا وتوزعت الإصدارات الجديدة خلال سنة 2014 بين ستة إصدارات سعودية وأخرى إماراتية وأخرى تونسية، وثلاثة إصدارات عمانية، وإصدارين اثنين مغربيين وآخرين مصريين، بالإضافة إلى إصدار واحد لشركة بحرينية. وكان أكبر هذه الإصدارات خلال سنة

2014، الإصدار الأولي للبنك الأهلي التجاري" في السوق المالية السعودية، والذي طرح 25% من رأس ماله للإكتتاب العام بقيمة إجمالية بلغت 6 مليار دولار.

ومن حيث القطاعات الإقتصادية، عاود قطاع الصناعة تصدره من حيث عدد الإصدارات الأولية، وذلك بخمسة إصدارات جديدة مقابل ثلاثة إصدارات لقطاع الأغذية والمشروبات وإصدار واحد لقطاع البنوك والخدمات المالية. أما من حيث القيمة فقد سيطر قطاع البنوك والخدمات المالية على أكثر من 57% من القيمة الإجمالية للإصدارات الأولية سنة 2014.

أما سنة 2015، فقد شهدت تراجعاً كبيراً في نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم عبر الإكتتابات العامة (IPOs)، ليصل عدد الإصدارات الجديدة إلى 12 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى حوالي 2.4 مليار دولار، مقارنة مع 26 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 10.44 مليار دولار سنة 2014، والشكل الآتي يوضح عدد الإصدارات الأولية من الأسهم وقيمها الإجمالية وذلك في أسواق رؤوس الأموال العربية مجتمعة.

الشكل رقم (7.3): تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في أسواق رؤوس الأموال العربية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2016).

من خلال الشكل السابق يلاحظ أن عدد الإصدارات الأولية عبر الإكتتابات العامة خلال سنة 2015، تعتبر الأقل خلال فترة الدراسة باستثناء سنة 2011، كما تعتبر بعيدة كثيرا عن المستويات القياسية التي تم تسجيلها قبل الأزمة المالية العالمية والتي وصل فيها عدد الإصدارات إلى 71 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت حوال 14.4 مليار دولار. أما سنة 2014، فتمثل أعلى قيمة للإصدارات الأولية من الأسهم حيث بلغت حوالي 10.44 مليار دولار.

أما فيما يخص توزيع الإصدارات خلال سنة 2015، فكانت بين أربعة إصدارات في كل من البورصة المصرية والسوق المالية السعودية، وإصدار واحد لدى كل من بورصة تونس وسوق مسقط وبورصة الدار البيضاء والإمارات، والأمر اللافت للانتباه خلال هذه السنة هو خلو هذه الإصدارات من أي إصدار جديد لشركات القطاع المالي والمصرفي، حيث تركزت الإصدارات في قطاعات الصناعة، النقل، الطاقة، العقار، الصحة والبناء.

### 2.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من السندات في أسواق رؤوس الأموال العربية

نميز في هذا الصنف من الأوراق المالية -السندات- بين نوعين من الإصدارات:

#### 1.2.4.2.3. نشاط الإصدارات الأولية من سندات الشركات العربية

بلغ عدد الإصدارات الجديدة من سندات الشركات 52 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت نحو 19.46 مليار دولار خلال سنة 2010. في حين تراجع هذا العدد سنة 2011، ليلغ 26 إصدارا بقيمة إجمالية وصلت إلى 7.75 مليار دولار. وكانت الشركات الإماراتية هي الأنشط في هذا الصدد خلال سنة 2011، حيث وصل عدد إصداراتها إلى 15 إصدار مقابل ثلاثة إصدارات في المغرب وأخرى في الكويت، وإصداران في سلطنة عمان وإصدار واحد في كل من فلسطين والسعودية. وقد توزعت إصدارات سندات الشركات الست والعشرون خلال سنة 2011 بين 16 إصدارا لسندات دولية بقيمة إجمالية 6171.1 مليون دولار، و10 إصدارات محلية بقيمة إجمالية بلغت 1576.7 مليون دولار.

أما خلال سنة 2012، فقد شهد نشاط إصدارات سندات الشركات في الدول العربية تحسنا ملحوظا مقارنة بسنة 2011، حيث بلغ عدد الإصدارات الجديدة 97 إصدارا بقيمة إجمالية وصلت إلى 17.4 مليار دولار. وكانت الشركات الإماراتية هي الأنشط أيضا خلال سنة 2012 في هذا المجال، حيث وصل عدد الإصدارات الإماراتية إلى 31 إصدارا مقابل 26 و25 إصدارا في المغرب وتونس على التوالي، وستة إصدارات في الكويت وأربعة إصدارات في قطر وثلاثة إصدارات في سلطنة عمان، وإصدار واحد في كل من البحرين والعراق. وقد توزعت إصدارات سندات الشركات السبع والتسعون خلال سنة 2012، بين 37 إصدارا لسندات دولية بقيمة إجمالية 15122.73 مليون دولار و60 إصدارا محليا بقيمة إجمالية 2570 مليون دولار.

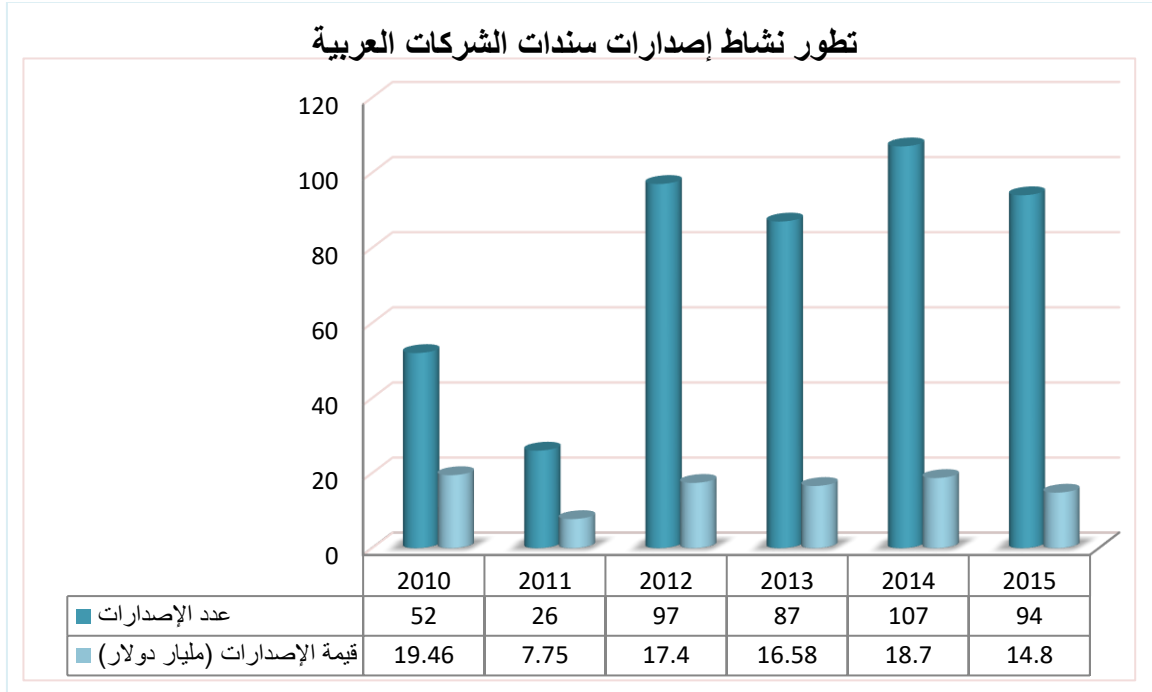
خلال سنة 2013، شهدت إصدارات السندات للشركات العربية تراجعاً محدوداً مقارنة بسنة 2012، وقد يبرر ذلك بالتوسع الذي أقدمت عليه هذه الشركات خلال سنة 2013 باللجوء إلى إصدارات الصكوك لتمويل أنشطتها. حيث بلغ إجمالي عدد إصدارات سندات الشركات العربية 87 إصداراً (منها خمسة إصدارات من السندات قابلة للتحويل إلى أسهم) بقيمة إجمالية بلغت 16576 مليون دولار. وكانت الشركات الإماراتية كذلك هي الأنشط خلال سنة 2013 في هذا المجال، حيث بلغ عدد إصداراتها من سندات الشركات 24 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 8116 مليون دولار، وجاءت الشركات القطرية في المركز الثاني بسبعة إصدارات بقيمة إجمالية بلغت 3771 مليون دولار، ثم الشركات السعودية بإصداران بقيمة 2021 مليون دولار، ثم الشركات في كل من البحرين (إصدار واحد) وعمان (خمس إصدارات) ومصر (ثلاثة إصدارات) بقيمة إجمالية بلغت حوالي 650 و642 و559 مليون دولار على التوالي. أما من حيث عدد الإصدارات فقد تصدرت تونس بـ 36 إصداراً جديداً وإن كانت بمبالغ صغيرة نسبياً، حيث بلغت قيمتها الإجمالية 323 مليون دولار.

وفي سنة 2014، شهدت إصدارات السندات للشركات العربية زيادة معتبرة حيث بلغت 107 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت 18.7 مليار دولار مقارنة مع 87 إصداراً بقيمة إجمالية وصلت إلى 16.6 مليار دولار خلال سنة 2013.

واصلت الشركات الإماراتية خلال سنة 2014 تصدرها للشركات العربية من حيث قيمة الإصدارات من السندات، فقد بلغ إجمالي قيمة إصدارات سندات الشركات الإماراتية نحو 11.8 مليار دولار (35 إصداراً). وجاءت الشركات المغربية في المرتبة الثانية بإجمالي قيمة إصدارات بلغت نحو 3.1 مليار دولار (33 إصداراً)، ثم الشركات الكويتية بإجمالي قيمة إصدارات بلغت 1.3 مليار دولار (3 إصدارات)، ثم شركات كل من مصر (5 إصدارات) وقطر (إصدار واحد) وعمان (إصدارين) بقيمة إجمالية بلغت نحو 821 و750 و504 مليون دولار على التوالي.

أما خلال سنة 2015، فقد شهدت إصدارات سندات الشركات العربية تراجعاً بالمقارنة بالسنة الماضية، حيث بلغ إجمالي عدد إصدارات سندات الشركات العربية 94 إصداراً بقيمة 14.8 مليار دولار مقابل 107 إصداراً بقيمة 18.7 مليار دولار سنة 2014، على الرغم من اقبال عدد كبير من المصارف العربية على اللجوء لهذه الأسواق لتدعيم رؤوس أموالها، استيفاءً لمتطلبات بازل III. والشكل الآتي يوضح تطور سندات الشركات العربية:

الشكل رقم (8.3): تطور إصدارات سندات الشركات العربية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

– صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2015).

من خلال بيانات الشكل السابق، تجدر الإشارة من جانب آخر، إلى أنه ومنذ سنة 2010 وللسنة السادسة على التوالي، تتجاوز إصدارات السندات كمصدر لتمويل الشركات العربية التمويل الذي تحصل عليه هذه الشركات عبر إصدارات الأسهم سواء الإكتتابات العامة الأولية (IPOs) أو عبر زيادات رأس المال (حقوق الإصدار). وتتسع هذه الفجوة إذا ما تم إضافة الإصدارات من الصكوك إلى إصدارات السندات، حيث يمثل ذلك تطوراً يعكس النمو النسبي المتزايد لأسواق أدوات الدين في بعض الدول العربية، وعلى وجه الخصوص لدى دول مجلس التعاون لدول الخليج وتونس والمغرب.

كما تجدر الإشارة أيضاً، إلى أنه بإصدارات سنة 2015 يرتفع الرصيد القائم من سندات الشركات العربية إلى 112.4 مليار دولار نهاية سنة 2015 وبواقع 633 إصدار قائم لتاريخه. توزعت الإصدارات القائمة بين 430 إصدار في السوق المحلية و203 إصدار في السوق العالمية. وتأتي الإمارات العربية المتحدة في مقدمة الدول العربية، على صعيد الرصيد القائم من إصدارات سندات الشركات بنحو 61.9 مليار دولار، تليها قطر برصيد يبلغ 14.1 مليار دولار، ثم المغرب والسعودية برصيد قائم من هذه السندات يبلغ حوالي 10.8 و 9.1 مليار دولار على التوالي [بالإعتماد على: صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية لسنتي: 2014 و2015].

**1.2.4.2.3. نشاط الإصدارات الأولية من السندات الحكومية في الدول العربية**

بلغت الإصدارات من السندات السيادية (الحكومية وشبه الحكومية) خلال سنة 2010، 49 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 29.72 مليار دولار. وخلال سنة 2011 ارتفع عدد هذه الإصدارات من السندات الحكومية إلى 71 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 36.43 مليار دولار.

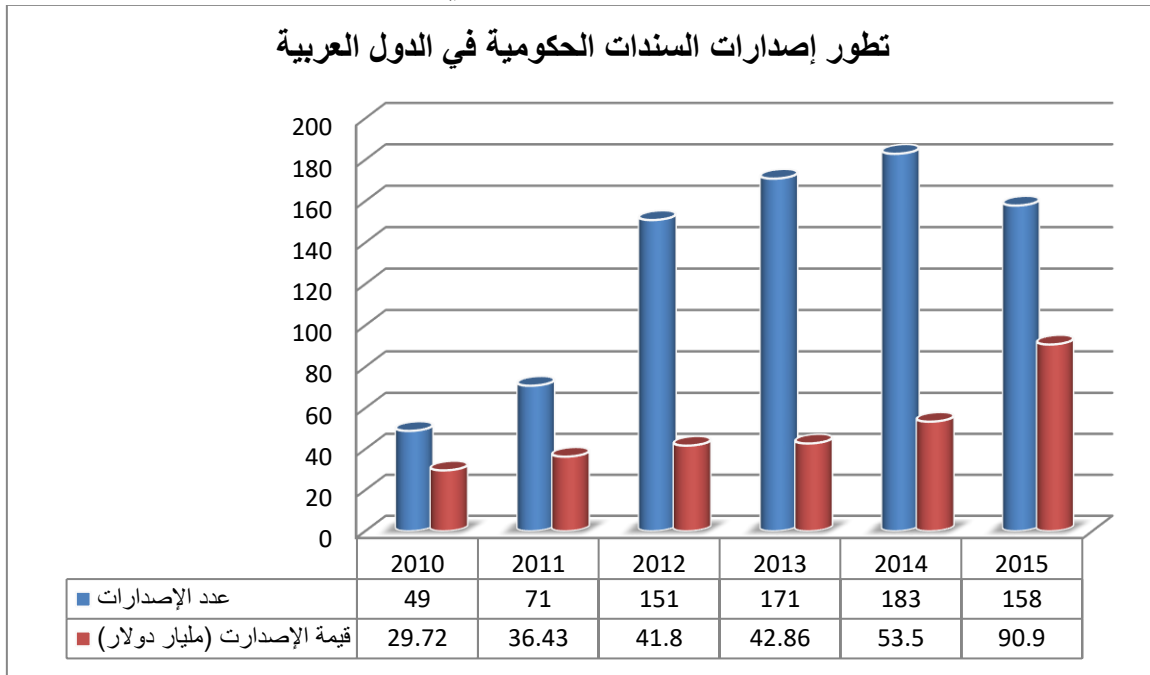
كذلك الحال بالنسبة لسنة 2012، حيث بلغت قيمة الإصدارات من السندات السيادية حوالي 41.8 مليار دولار موزعة على 151 إصدارا. وتصدرت مصر قيمة الإصدارات السيادية من السندات سنة 2012 لتبلغ نحو 11.9 مليار دولار موزعة على 13 إصدارا جميعها لصالح وزارة المالية المصرية.

وفي سنة 2013 أيضا، واصلت الإصدارات من السندات السيادية إرتفاعها لتبلغ قيمة إجمالية بنحو 42.86 مليار دولار موزعة على 171 إصدارا. وقد جاءت مصر في المرتبة الأولى بين الدول العربية، من حيث قيمة الإصدارات من السندات السيادية بنحو 16.91 مليار دولار، تلتها الأردن بقيمة إصدارات بلغت 8.35 مليار دولار، ثم كل من الكويت وقطر والبحرين بقيمة إصدارات بلغت 4.31 و 4.30 و 4.02 مليار دولار على التوالي.

وشهدت سنة 2014 هي الأخرى إرتفاعا ملحوظا في عدد وقيمة الإصدارات من السندات السيادية، حيث بلغ إجمالي الإصدارات نحو 53.5 مليار دولار موزعة على 183 إصدارا خلال السنة. وقد جاءت مصر في المرتبة الأولى بين الدول العربية من حيث قيمة الإصدارات من السندات السيادية بنحو 26.6 مليار دولار (30 إصدارا)، تلتها الأردن بقيمة إصدارات بلغت 9.1 مليار دولار، ثم كل من قطر والكويت والبحرين بقيمة إصدارات 4.7 و 4.1 و 3.3 مليار دولار على التوالي.

على عكس التراجع النسبي في إصدارات سندات الشركات في الدول العربية سنة 2015، سجلت الإصدارات من السندات السيادية إرتفاعا كبيرا وبنحو 70% مقارنة مع القيمة المسجلة سنة 2014. ويعكس هذا التطور في هذا النوع من الإصدارات توجه حكومات الدول العربية لتمويل عجز الموازنات عن طريق طرح السندات السيادية في أسواق رؤوس الأموال، ويعكس الشكل الآتي هذا النمو في إصدارات السندات السيادية خلال الفترة (2010-2015).

الشكل رقم (9.3): تطور إصدارات السندات الحكومية في الدول العربية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2012-2015).

من خلال ما سبق يستنتج أن قيمة الإصدارات من السندات الحكومية للدول العربية بلغت ذروتها خلال سنة 2015، مقارنة بالسنوات السابقة، حيث بلغ إجمالي قيمة الإصدارات 90.9 مليار دولار موزعة على 158 إصداراً.

ترتبط هذه الزيادة بصورة رئيسية بإصدارات المملكة السعودية للمرة الأولى بقيمة 30.7 مليار دولار من خلال ستة إصدارات، وكذا الزيادة في إصدارات سندات الحكومة المصرية خلال سنة 2015 لأغراض تمويل العجوزات في الموازنة العامة، حيث بلغت قيمة إصداراتها نحو 33.3 مليار دولار من خلال 30 إصداراً. وشكلت حصيلة إصدارات المملكة العربية السعودية وجمهورية مصر العربية معا أكثر من 70% من إجمالي إصدارات السندات الحكومية في الدول العربية خلال سنة 2015. بناء عليه، تصدرت كل من جمهورية مصر والمملكة السعودية الدول العربية من حيث الإصدارات السيادية، وجاءت الأردن في المرتبة الثالثة بقيمة إصدارات بلغت 6.7 مليار دولار، ثم كل من البحرين والكويت وقطر بقيمة إصدارات 4.6 و4.1 و3.8 مليار دولار على التوالي.

**3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الصكوك في أسواق رؤوس الأموال العربية**

تتوفر أسواق رؤوس الأموال العربية على نوعين من الصكوك هما: صكوك الشركات والصكوك الحكومية (السيادية).

**1.3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من صكوك الشركات**

شهد نشاط إصدار صكوك الشركات العربية سنة 2010 تحسناً مقارنة بسنة 2009، على الرغم من تواصل تراجع نشاط إصدار إجمالي الصكوك (صكوك الشركات والصكوك الحكومية مجتمعة) خلال سنة 2010، وللسنة الثالثة على التوالي، حيث تراجعت القيمة الإجمالية لإصدارات الصكوك حوالي 6.4 مليار دولار سنة 2010 مقابل 8 مليارات دولار سنة 2009، وتراجع العدد الإجمالي لإصدارات المنطقة العربية بشكل بسيط، حيث بلغ عدد الإصدارات من الصكوك خلال سنة 2010 نحو 33 إصدار مقابل 34 إصدار لسنة 2009.

أما العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات العربية خلال سنة 2010 فقد بلغ 7 إصدارات بقيمة إجمالية بلغت نحو 4.14 مليار دولار.

وشهدت سنة 2011 تحسناً ملحوظاً في نشاط إصدارات الصكوك العربية، وذلك بعد ثلاثة سنوات متواصلة من الإنخفاض. فقد ارتفع العدد الإجمالي لإصدارات صكوك الشركات العربية خلال سنة 2011 إلى 13 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي 5.43 مليار دولار. وقد وزعت هذه الإصدارات بين ستة إصدارات لشركات إماراتية وأربعة لشركات سعودية وإصدار واحد لشركة في الأردن والكويت وقطر.

وكانت جميع الإصدارات في الإمارات وقطر إصدارات دولية بالدولار الأمريكي، في حين كانت ببقية الإصدارات في السعودية، الأردن والكويت إصدارات محلية بعملات وطنية. وكان الإصدار الأكبر هو إصدار صكوك المشاركة لشركة "أرامكو" السعودية بالريال السعودي والذي بلغ نحو واحد مليار دولار، يليه إصدار صكوك الوكالة لبنك الخليج الأول بالدولار الأمريكي والذي بلغ 650 مليون دولار. وكان إصدار "أرامكو" الأطول من حيث فترة الإستحقاق 14 سنة، يليه إصدار صكوك المضاربة لبنك الجزيرة في السعودية بفترة إستحقاق 10 سنوات.

شهدت سنة 2012 هي الأخرى، تحسناً ملحوظاً في نشاط إصدارات صكوك الشركات العربية، فقد ارتفع عددها إلى 18 إصداراً بقيمة إجمالية بلغت حوالي 14.72 مليار دولار، مقابل 13 إصداراً بقيمة 5.43 مليار دولار سنة 2011. وقد توزعت هذه الإصدارات بين 10 إصدارات لشركات إماراتية و6 إصدارات لشركات سعودية وإصدارين اثنين لشركتين قطريتين.

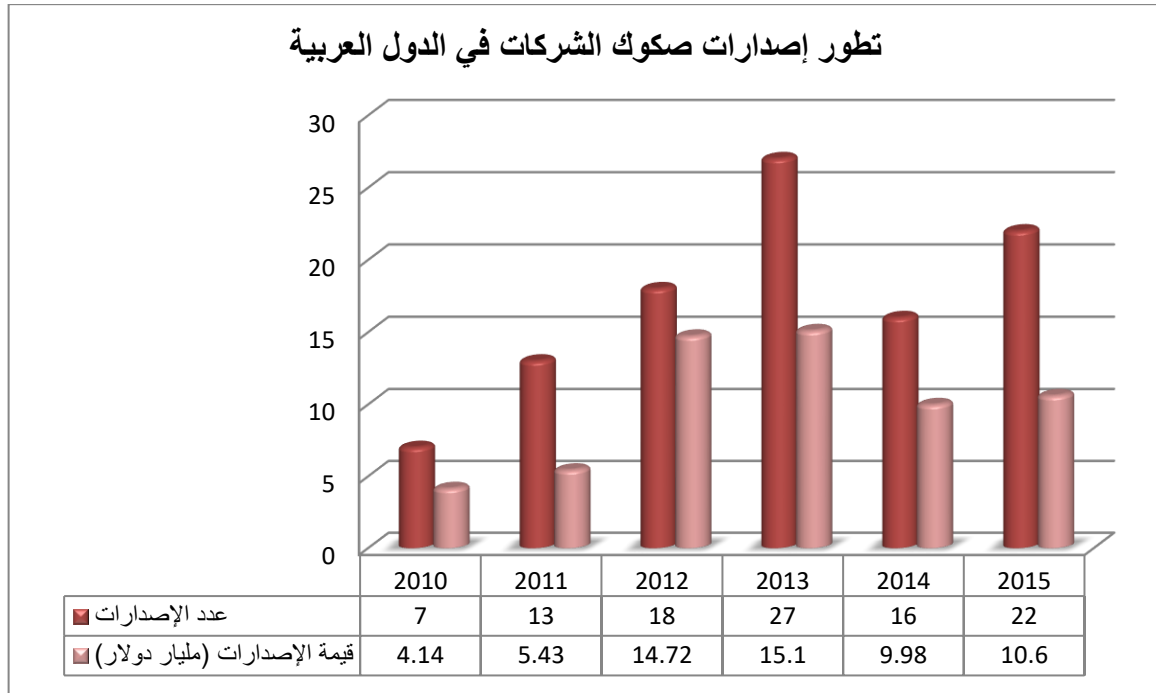
كان الإصداران القطريان وثمانية إصدارات إماراتية إصدارات دولية بالدولار الأمريكي، في حين كانت الإصدارات السعودية الستة إصدارات محلية بالريال السعودي، وكان الإصداران المتبقيان للإمارات بعمل "الرينغيت" الماليزي. وكان أكبر إصدار هو صكوك المشاركة لبنك أبوظبي الإسلامي في الإمارات بالدولار

الأمريكي، والذي بلغ واحد مليار دولار وكان إصدار صكوك المرابحة لبنك أبوظبي الوطني هي الأطول من حيث الإستحقاق 15 سنة.

وخلال سنة 2013 واصلت الشركات العربية توسعها في الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك بشكل ملحوظ. فقد ارتفع عدد الإصدارات من صكوك الشركات إلى 27 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت نحو 15.10 مليار دولار. وقد كانت جميع هذه الإصدارات لشركات من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، وكانت السعودية هي الأنشط، إذ كان هناك 15 إصدارا لشركات سعودية أربعة منها بالأسواق الدولية، تليها الشركات الإماراتية بسبعة إصدارات جميعها في الأسواق الدولية، ثم إصدارين اثنين للشركات الكويتية، بالإضافة إلى إصدار واحد لشركتين في كل من البحرين وقطر وكلاهما في الأسواق الدولية، بالإضافة إلى إصدار لشركة عمانية بالسوق المحلي.

خلال سنة 2014، واصلت كذلك الشركات العربية اتجاهها نحو الحصول على التمويل عبر إصدار الصكوك، ولكن بوتيرة أقل عن سنتي 2013 و2012. ويمكن رؤية ذلك بوضوح من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (10.3): تطور حجم إصدارات صكوك الشركات في الدول العربية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2015).

يلاحظ مما سبق انخفاض عدد الإصدارات من الصكوك لمجموع الشركات العربية خلال سنة 2014، إلى 16 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 9.98 مليار دولار، وهي أقل مقارنة بسنتي 2013 و2012. ويعتقد أن

السنوات المقبلة ستشهد نشاطا في إصدار صكوك الشركات بسبب التطورات التشريعية والتنظيمية التي تمت من أجل تشجيع طرح الصكوك إلى جانب حاجة عدد من البنوك إلى زيادة رؤوس أموالها استيفاء لمتطلبات لجنة بازل.

سيطرت الشركات السعودية على معظم الإصدارات سنة 2014، إذ كان هناك 12 إصدارا لشركات سعودية منها ثلاثة في الأسواق الدولية، وأربعة إصدارات لشركات إماراتية جميعها في الأسواق الدولية. أما خلال سنة 2015، فقد ارتفع عدد الإصدارات من الصكوك لمجموع الشركات العربية إلى 22 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت نحو 10.6 مليار دولار مقابل 16 إصدار بقيمة 9.98 مليار سنة 2014. وتعود إصدارات صكوك الشركات خلال هذه السنة إلى شركات كل من السعودية والإمارات وقطر. وقد توزعت بين 11 إصدارا لشركات سعودية واحد منها بالأسواق الدولية، و9 إصدارات لشركات إماراتية 7 منها في الأسواق الدولية، وإصدارين اثنين لشركتين قطريتين أحدهما في الأسواق الدولية.

### 2.3.4.2.3. تطور نشاط الإصدارات الأولية من الصكوك الحكومية

بلغت الإصدارات الحكومية وشبه الحكومية من الصكوك خلال سنة 2010 نحو 26 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 2.27 مليار دولار، لتشهد هي الأخرى تحسنا ملحوظا خلال سنة 2011، حيث ارتفع العدد الإجمالي لها ليصل إلى 33 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت حوالي 15.28 مليار دولار. ويعود الإرتفاع الكبير في الإصدارات خلال سنة 2011 إلى الإصدار الكبير لمصرف قطر المركزي بالريال القطري بقيمة إجمالية بلغت حوالي 9.06 مليار دولار. وتتوزع هذه الإصدارات للصكوك الحكومية، بين 27 إصدارا في البحرين، وإصدارين اثنين في الكويت، وإصدار واحد في كل من الإمارات وقطر واليمن، حيث أصدر البنك المركزي اليمني صكوكا لأول مرة. بالإضافة إلى ذلك كان هناك إصدارا واحدا لبنك التنمية الإسلامي بالسعودية. وكانت جميع هذه الإصدارات بالعملات الوطنية باستثناء 5 إصدارات بعملات أجنبية. ووفقا لما سبق فقد بلغ إجمالي الإصدارات من الصكوك (الصكوك الحكومية وصكوك الشركات) في الدول العربية خلال سنة 2011، 46 إصدارا بقيمة إجمالية 20.71 مليار دولار مقابل 33 إصدارا بقيمة 6.41 مليار دولار خلال سنة 2010.

وخلال سنة 2012، سجلت الإصدارات الحكومية وشبه الحكومية تراجعا عن مستواها المسجل في السنة السابقة، فعلى الرغم من إرتفاع العدد الإجمالي لإصدارات الصكوك الحكومية والذي وصل إلى 38 إصدارا، إلا أن القيمة الإجمالية انخفضت لتبلغ 7.82 مليار دولار. وتوزعت هذه الإصدارات بين 25 إصدارا في البحرين، وأربعة إصدارات في الإمارات وثلاثة إصدارات في السعودية وإصدارين اثنين في كل من الكويت وقطر وإصدارا واحدا في اليمن. وكانت جميع هذه الإصدارات هي إصدارات محلية بالعملات الوطنية، باستثناء عشرة إصدارات بعملات أجنبية.

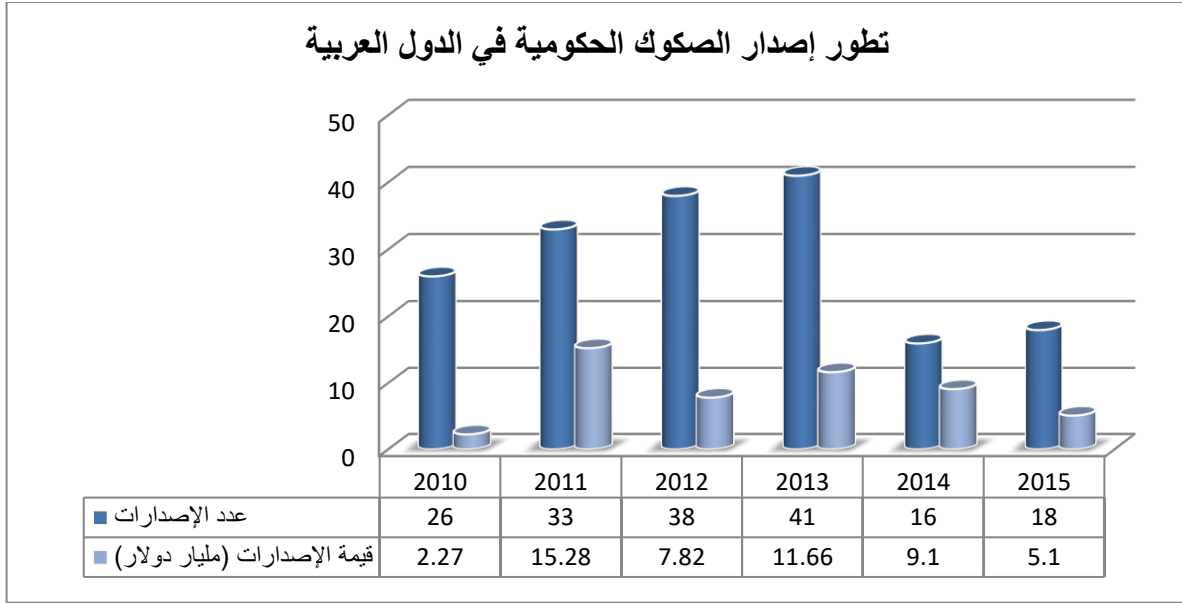
أما سنة 2013، فقد شهدت إرتفاع إصدارات الصكوك الحكومية، حيث بلغ إجمالي قيمة الإصدارات من هذه الصكوك حوالي 11.66 مليار دولار موزعة على 41 إصدارا. وكما هو الحال بالنسبة لصكوك الشركات، فقد اقتصر إصدارات الصكوك الحكومية خلال سنة 2013، على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربي. وقد جاءت البحرين في المرتبة الأولى من حيث عدد الإصدارات ب: 23 إصدارا، تليها قطر ب: 8 إصدارات، وكلاهما بالعملات الوطنية. وكان هناك أيضا 06 إصدارات في الإمارات، أربعة منها بالدولار واثنان بالدرهم الإماراتي، كذلك كان هناك أربعة إصدارات في السعودية بالعملة الوطنية.

وإلى جانب هذه الإصدارات من الصكوك العربية، كان هناك على المستوى الإقليمي خلال سنة 2013، إصداران جديان لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية لصكوك الوكالة بالإستثمار بقيمة واحد مليار دولار للأول و700 مليون دولار للثاني وكلاهما مدة إستحقاقه 5 سنوات.

وفي سنة 2014، عاود نشاط إصدار الصكوك الحكومية تراجعها، حيث بلغ عدد الإصدارات من الصكوك الحكومية 16 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 9.1 مليار دولار مقابل 41 إصدارا بقيمة إجمالية بلغت 11.66 مليار سنة 2013. وتجدر الإشارة في هذا الصدد إلى أن قيمة إصدارات الشركات من الصكوك تجاوزت قيمة إصدارات الصكوك الحكومية العربية للسنة الثالثة على التوالي. وكما هو الحال على صعيد صكوك الشركات، فقد اقتصر إصدارات الصكوك الحكومية خلال سنة 2014، على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، جاءت البحرين في المرتبة الأولى من حيث عدد الإصدارات من الصكوك الحكومية بسبعة إصدارات بقيمة إجمالية بلغت نحو واحد مليار دولار، تليها الإمارات بستة إصدارات بقيمة إجمالية نحو 3.9 مليار دولار، ثم قطر بإصدارين بقيمة إجمالية بلغت 3 مليار دولار.

خلال سنة 2015 أيضا، واصلت القيمة الإجمالية للصكوك تراجعها، حيث بلغت نحو 5.1 مليار دولار موزعة على 18 إصدارا. وللتوضيح تم إدراج الشكل الآتي:

الشكل رقم (11.3): تطور حجم إصدارات الصكوك الحكومية في الدول العربية (2010-2015)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية للسنوات (2011-2015).

من خلال ما سبق يلاحظ تراجع نشاط الإصدارات من الصكوك الحكومية خلال سنة 2015 بشكل كبير، حيث بلغت القيمة الإجمالية للصكوك الحكومية نحو 5.1 مليار دولار وهي تمثل القيمة الأدنى خلال فترة الدراسة (باستثناء سنة 2010)، أما السنة التي شهدت أداء جيدا هي سنة 2011 وبعدها سنة 2013. اقتصر إصدارات الصكوك الحكومية خلال سنة 2015، على دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية. وقد جاءت البحرين خلال هذه السنة كذلك في المرتبة الأولى ب: 11 إصدارا وقيمة إجمالية بلغت نحو 2.1 مليار دولار، تليها قطر ب: 4 إصدارات وقيمة بلغت 0.86 مليار دولار، ثم إصدار واحد لكل من الإمارات وعمان والسعودية بقيمة 1 و0.65 و0.5 مليار دولار على الترتيب.

## خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل واقع أسواق رؤوس الأموال العربية في ظل العولمة، واشتمل على ثلاثة مباحث تضمنت تقديم فكرة عن العولمة المالية ومراحل تطورها وإبراز أهم سمات المناخ الإستثماري للدول العربية، كما تم التطرق إلى نشأة أسواق رؤوس أموال غالبة هذه الدول ثم محاولة إعطاء فكرة عن واقع تطورها خلال فترة الدراسة.

اتضح لنا من خلال ما ورد في هذا الفصل وجود علاقة قوية بين التطورات المالية الحاصلة على مستوى سوق رؤوس الأموال وبين النمو الإقتصادي المحقق في دولة معينة، حيث تزداد معدلات هذا الأخير وتتعاظم نسب الإستثمارات إذا ما توفرت مصادر التمويل ورؤوس الأموال التي من شأنها تحفيز النمو الإقتصادي وتحقيق التنمية الإقتصادية. إلا أن أسواق رؤوس الأموال لا يمكن أن تؤدي مهامها بنجاح إن لم تكن مدعومة بمناخ استثماري ملائم للمستثمرين، إضافة إلى إيجاد حزمة من القوانين والهيكل التنظيمية والأطر المؤسسية الفعالة التي تنظم أداء هذه الأسواق. ولذلك ليس غريبا أن تتركز التدفقات الرأسمالية والمشاريع الإستثمارية في أسواق رؤوس الأموال المتطورة التي تتسم بمناخ استثماري مناسب ومستقر نسبيا وبمتانة القوانين والتشريعات الإستثمارية والهيكل التنظيمية الراسخة.

شهدت أسواق رؤوس الأموال العربية تطورات هيكلية متلاحقة سواء فيما يتعلق بالتشريعات والأنظمة التي تحكم عمل أسواق رؤوس الأموال، أو من حيث الهيكل التنظيمي لهذه الأسواق وشكلها القانوني. وهو ما ساعد على تحسن أداء البعض منها، إلا أن درجة هذا التحسن تختلف من سوق لآخر ومن فترة لأخرى نظرا لخصائص كل سوق وإلى التباينات الموجودة في الإقتصاديات العربية. وعلى الرغم من ذلك، تبقى الجهود العربية المبذولة في سبيل تطوير أسواق رؤوس الأموال غير كافية، لأن اتخاذ مجموعة من الإصلاحات والتغييرات قد لا يساهم في تحقيق الإستفادة من المزايا الواسعة لهذه الأسواق خاصة في حالة الإقتصاديات والأسواق الصغيرة، هذا إلى جانب عوامل أخرى تشكل عقبات تقف أمام النهوض بأسواق رؤوس الأموال العربية.

# الفصل الرابع:

إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى

الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### تمهيد:

تشكل أسواق رؤوس الأموال إحدى أدوات التنمية الإقتصادية المهمة، وتتبع أهمية هذه الأسواق من مقدرتها على حشد وتنمية رؤوس الأموال المدخرة من مصادرها المتنوعة وإتاحتها بدرجة عالية من الرشد لتمويل المشاريع الإستثمارية الفعالة، ومن شأن ذلك أن يوفر للمشاريع إمكانية الحصول على رؤوس الأموال بتكلفة أقل مقارنة بالتمويل المصرفي التقليدي، كما يساعدها في تخفيف المخاطرة المالية، وتشجع أسواق رؤوس الأموال أيضا على تحقيق الكفاءة من خلال إتاحة فرص الإستحواذ على الشركات. كما تحتاج هذه الأسواق لكي تزدهر إلى وجود هيكل مؤسسي مساند يتسم بالقوة مثل مؤسسات ذات نوعية جيدة وهيكل رقابي يعمل بكفاءة. وهذا ما تفتقر إليه الأسواق العربية، كما يعتبر الإستثمار الأجنبي من العوامل المهمة المساعدة في تطوير أسواق رؤوس الأموال العربية. وسنتطرق من خلال هذا الفصل إلى نشأة وتطور السوق المالية السعودية «تداول» وأدائها خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2017 ومحاولة إبراز أهم خصائصها والعقبات التي تعترض طريقها في مسابقة الأسواق المتطورة وهذا من خلال المباحث التالية:

- أ. السوق المالية السعودية
- ب. تطور نشاط السوق المالية السعودية في تمويل المشاريع الإستثمارية (2007-2017)
- ج. التحليل القياسي لنموذج كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف

## 1. السوق المالية السعودية

تعد أسواق رؤوس الأموال العربية أسواقاً ناشئة، نظراً إلى إمكانيات النمو الإقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية، وتعتبر السوق المالية السعودية «تداول» أهم سوق على مستوى جميع الدول العربية، ذلك أنها أكبر أسواق رؤوس الأموال العربية من حيث القيمة السوقية، أو ما يعرف بـ "رسملة السوق" وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما تحتل المرتبة الـ 26 كأكبر سوق للأوراق المالية بين 67 عضواً في الاتحاد العالمي للبورصات، كما تعد أكبر سوق على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي حيث تشكل 48% من إجمالي القيمة السوقية لدول مجلس التعاون الخليجي و73% من القيمة المتداولة، كما تأتي السوق المالية السعودية «تداول» في المرتبة الثامنة كأكبر سوق أسهم على مستوى الأسواق الناشئة على الرغم من محدودية عدد الشركات المدرجة في السوق السعودية [السوق المالية السعودية «تداول» تقع في قلب رؤية المملكة 2030؛ <http://www.al-jazirah.com>، تاريخ النشر: 2017/10/25، تاريخ التصفح: 2018/03/25]. والجدير بالذكر أن السوق المالية السعودية «تداول» على درجة عالية من التطور التكنولوجي، إذ أنها بدأت تعمل كأول سوق إلكترونية كاملة في العالم في التسعينيات، وتشمل عملياتها الإلكترونية التداول والمقاصة والتسوية والإيداع. وقد وصل مؤشر السوق "تاسي" إلى ذروته في 2006/02/25 عندما أغلق عند 20635 نقطة.

### 1.1. نشأة وتطور السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، كما تعتبر أهم سوق على مستوى جميع الدول العربية من حيث القيمة السوقية.

#### 1.1.1. نبذة تاريخية عن السوق المالية السعودية

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات. ومع حلول سنة 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة. وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة. وقد تم طرح كم هائل من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة.

بقي السوق المالي السعودي "غير منظم" حتى أوائل الثمانينات عندما باشرت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك. وفي سنة 1984 تم تشكيل لجنة وزارية تتألف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني ووزارة التجارة ومؤسسة النقد العربي السعودي بهدف تنظيم وتطوير السوق. وقد عهدوا إلى مؤسسة النقد، بعد ذلك، بمهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول اليومي للسوق.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

وقد تم حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق البنوك التجارية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول. وفي سنة 1984 تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق البنوك التجارية. وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة، وتقوم بتسوية وتقاص جميع عمليات الأسهم. وقد أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص سنة 1989. وتم تطوير النظام الآلي لمعلومات الأسهم، وتشغيله من قبل المؤسسة سنة 1990، واستمر العمل به حتى سنة 2001 حيث تم استبداله بنظام "تداول" ابتداء من أكتوبر 2001 وهو النظام الجديد والمتطور لتداول الأوراق المالية والتقاص والتسوية.

كانت مؤسسة النقد العربي السعودي مسؤولة عن تسيير السوق منذ سنة 1984 حتى تاريخ 2003/07/31، أين شهد السوق السعودي نقلة نوعية جديدة بصدر نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية. وإنشاء "هيئة السوق المالية" التي تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وتمثل الجهاز الحكومي المسئول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتهدف الهيئة لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين، وضمان العدالة والكفاءة في سوق الأوراق المالية [ هيئة السوق المالية السعودية؛ الإستثمار في سوق الأسهم، الرياض، المملكة العربية السعودية، لا توجد سنة النشر، ص: 02-03].

يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق.

وبانعقاد مجلس الوزراء السعودي يوم الاثنين 19 مارس 2007، وافق على تأسيس شركة السوق المالية السعودية «تداول». ويأتي هذا القرار تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية التي تقضي بتأسيس «تداول» باعتبارها شركة مساهمة. وتعد السوق المالية السعودية «تداول» الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها.

يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30)، بتاريخ 16 جوان 2003 ("النظام") الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية. وتعتبر السوق المالية المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالسوق.

يبلغ رأس مال «تداول» (1,200,000,000) ريال سعودي مقسم إلى (120,000,000) سهم، جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات سعودية، وجميعها أسهم نقدية اكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة. بالإضافة إلى ذلك، انضمت «تداول» كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وكعضو في الاتحاد الدولي للبورصات.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 2.1.1.1. مراحل التطور التقني والبنية الفنية لأنظمة التداول والتسجيل والتفاصيل والتسويات ونشر معلومات

السوق ومراقبة السوق [التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما، على الموقع؛ <https://www.argaam.com>، تاريخ التصفح: 2018/04/08]

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية على مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأكسبتها المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة هذا النوع من مشاريع التطوير لأنظمة التداول الآلية حيث يعمل السوق حاليا بأنظمة تداول وتسوية فورية (T+0) بالإضافة إلى تمكن السوق من إدارة مخاطر التقنية أو البشرية التي قد تحدث في أي سوق مالي يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال، ويمكن إبراز أهم مراحل التطور التقني في السوق السعودية فيما يلي:

**المرحلة الأولى:** تم في سنة 1990 إطلاق نظام ESIS ثم أضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات ونشر قوائمها المالية وفي سنة 1994 تم إضافة فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعيا وفي مرحلة لاحقة من نفس السنة أضيف يوم الخميس لفترة واحدة صباحية.

**المرحلة الثانية:** وبدأت من سنة 1997 حتى سنة 2000 إدارة الرقابة على الأسهم بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار وتم أيضا دمج أنظمة التسويات والتفاصيل ونقل الملكية في منصة واحدة ومن ثم تم التحول من الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات.

**المرحلة الثالثة:** في سنة 2001 تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة EFA الكندية ونتج عنه إطلاق نظام التداول الآلي Horizon والتحول إلى التسوية اليومية (T+0) بدلا من (T+1) واستبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية. وفي هذه المرحلة تحديدا طورت البنوك من أنظمتها وبدء التداول في البنوك من خلال شبكة الانترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي.

في سنة 2001 أيضا تم استبدال نظام المعلومات الإلكتروني للأسهم بنظام "تداول" TADAWUL، وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية. فهذا النظام يوفر سوقا يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر، مع إعطاء المعلومات الخاصة بحجم التداول وطبيعة الشركات، وبهذا فهو يوفر الدعم لآليات إيصال الأوامر.

**المرحلة الرابعة:** في سنة 2007 قامت السوق المالية السعودية وبالتعاون مع الشركة السويدية المتخصصة في صناعة تقنية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية والرائدة في عالم البرمجيات OMX بتطوير شامل للبنية الفنية ولجميع أنظمة التداول لديها، ما جعلها تكتسب قدرة فنية واستيعابية وطاقة تحمل اكبر وذلك تحسبا لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة وكذلك منصة نشر بيانات السوق ومنصة مراقبة السوق (SAXESS, TARGIN, SMARTS).

**المرحلة الخامسة:** لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

القطاع وضمن مساعي السوق المالية الحديثة لاستخدام أحدث حلول التقنية التي تساعدها على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها وقعت السوق المالية أواخر سنة 2013 اتفاقه مع شركة NASDAQ العالمية والرائدة في البرمجيات والأنظمة الخاصة بالأسواق المالية عقدا تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-STREAM INET والذي يتميز بسرعه الفائقة وقدراته الاستيعابية العالية. تستخدم هذه النسخة من النظام في عدد من الأسواق المالية العالمية المتقدمة وتعتبر السوق المالية السعودية واحدة من 4 أسواق عالمية تطبق هذا الإصدار من النظام الذي يتضمن العديد من الخصائص الفنية والمزايا الإضافية كما يدعم النظام تطبيق العديد من المنتجات (الأسهم، الصكوك والسندات، السلع، صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات وغيرها) ويساعد على تقديم أفضل الخدمات والحلول المالية للأسواق والمتعاملين فيها.

هناك العديد من المخاطر التي قد تواجهها الشركات عند تطبيق أي نظام بهذا الحجم منها ما يتعلق ببرامج التشغيل وقنوات وشبكات الاتصالات مع الأعضاء ومزودي خدمات البيانات والمؤشرات وتتمتع السوق المالية بالكثير من القدرات والخبرات التي اكتسبها في السابق باعتبار أن هذا التغيير ليس التجربة الأولى للسوق المالية السعودية في هذا الخصوص مما يؤهلها لتجاوز أي خلل طارئ في تشغيل أنظمة السوق.

ولضمان سهولة وانسيابية الانتقال إلى البيئة الجديدة قامت السوق المالية بالتنسيق المباشر مع جميع الأشخاص المرخص لهم ومزودي بيانات ومعلومات السوق للتغلب على المخاطر والمشاكل الفنية التي قد تطرأ عند تطبيق أي نظام جديد بهذا الحجم والقيام بإجراء العديد من الاختبارات الضرورية للتأكد من سلامة الأنظمة والتغلب على المخاطر التي قد تصاحب عمليات التطبيق سواء كانت في البرامج أو قنوات وشبكات التواصل مع أعضاء السوق ومزودي البيانات. كما اعتمدت السوق المالية العديد من الإجراءات الاحترازية التي تساعد على تعزيز امن وسلامة العمليات وتطبيق أفضل المعايير المهنية لخطط سلامة واستمرارية أعمالها (Business continuity).

**المرحلة السادسة:** في سنة 2012، 2013 و2014 نجحت السوق المالية السعودية في الحفاظ على شهادة الإيزو العالمية لأمن المعلومات ISO27001.

**المرحلة السابعة:** وفي سنة 2014، قامت شركة السوق المالية السعودية بفصل إدارة المخاطر عن أمن المعلومات وذلك من أجل تعزيز الأمن والإجراءات الاحترازية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

وفي سنة 2015 اعتمدت السوق المالية السعودية «تداول» نظام آلي جديد للتداول هو (NASDAQ'S X-Stream INET)، والذي يعد أحد أفضل منصات التداول العالمية. يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال ربط أوامر البيع بالشراء حسب الأولوية السعرية والترتيب الزمني للأوامر عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء لصالحهم أو لصالح عملائهم. يتم تسجيل التداول النهائي والمقاصة النظامية في وقت واحد على أنظمة التداول وأنظمة الإيداع والتسوية [السوق المالية السعودية " تداول"؛ <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2018/03/26].

منذ أن أنشئت سوق «تداول» السعودية، تسعى حكومة المملكة السعودية بكل كفاءة وجدارة إلى العمل بأحدث البرامج والتقنيات العالمية والتي يتم استخدامها في البورصات الكبيرة مثل بورصة نيويورك وبورصة طوكيو، كما تقوم باستبدال جميع أنظمة التداول القديمة وإحلالها بأنظمة أكثر تطور حتى يستطيع المتداولين والمستثمرين والتجار استثمار أموالهم دون مواجهة أي عقبات في سوق «تداول» أو حتى في التشريعات الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، فكلما زادت التسهيلات التي تقدمها الدول لرجال الأعمال كلما زادت الاستثمارات مما سيكون له أثر كبير على المستثمر والمواطن العادي [الأسهم السعودية تداول، الموقع: <https://trading-secrets.guru>، تاريخ التصفح: 2018/04/08].

### 3.1.1 خصائص السوق المالية السعودية «تداول»

- ✓ تتميز السوق المالية السعودية بحدثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، أو اليابان، أو دول الإتحاد الأوروبي، وتعد أول سوق إلكتروني في منطقة الشرق الأوسط، وأكبر الأسواق العربية من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية.
- ✓ تعد السوق المالية السعودية الأكبر والأكثر سيولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بقيمة سوقية تجاوزت 1946.35 مليار ريال سعودي نهاية سنة 2007، إضافة إلى ذلك تعد السوق المالية السعودية أكبر من بعض الأسواق الناشئة مثل بورصة اسطنبول (سوق الأسهم التركية)، حيث تضم السوق المالية السعودية 188 شركة مدرجة سنة 2017. وأداء السوق قوي نتيجة لعوامل عديدة، مثل: الأسس الإقتصادية القوية والسياسات الإقتصادية المحفزة والأنظمة الإحترازية، والرقابة الصارمة، وفي هذا الصدد تعتبر السوق المالية السعودية وجهة استثمارية جذابة محليا وإقليميا ودوليا.
- ✓ تتصف السوق المالية السعودية بقلة عدد الشركات المدرجة في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير. ويعد حجم المعاملات في السوق محدودا نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

- ✓ تتصف السوق المالية السعودية بحساسية السوق والتي تعود إلى ضيق السوق، ولارتباط السوق السعودي بالأحداث الإقتصادية العالمية مثل أثر إرتفاع (إنخفاض) أسعار البترول أو أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية على الإقتصاد السعودي.
- ✓ معظم المتداولين في السوق المالية بالمملكة العربية السعودية هم أفراد، وبنسبة تتعدى حاجز الـ 90% [السوق المالية السعودية اليوم، على الموقع؛ <https://trading-secrets.guru>، تاريخ التصفح: 2018/04/08].
- ✓ إن عملية التداول في السوق المالية في المملكة العربية السعودية تقتصر على أسهم شركات المملكة فقط والتي يتم تصنيفها إلى 20 قطاعا رئيسيا.
- ✓ هناك جزء معتبر من أسهم الشركات المدرجة في السوق مملوكا للحكومة السعودية كما أن قسما من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحيانا وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة.
- ✓ هناك عدد من العوامل التي يمكن أن تسهم في إعطاء السوق عمقا أكبر وتتنوع في فرص الاستثمار منها:

- إمكانية توجه الحكومة نحو خصخصة جزء من المشاريع المملوكة من قبلها عن طريق خلق شركات إستراتيجية أو بيع جزء من المساهمات إلى جمهور المتعاملين بالسوق، وهو الأمر الذي بدأ بالفعل العمل به.

- أن الفرصة أصبحت أكثر ملاءمة لتحول عدد من المشاريع التي تزاوّل أعمالها كشرركات أفراد أو شركات مساهمة خاصة للتحويل إلى شركات مساهمة عامة عن طريق التنازل عن جزء من مساهمات الملاك لأفراد أو شركاء جدد وإدراج هذه الشركات في السوق المالي (IPO's).

### 4.1.1. أقسام السوق المالية السعودية «تداول» والأدوات الإستثمارية المتداولة فيها

تنقسم السوق المالية السعودية «تداول» إلى السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول). وبالنسبة لسوق الإصدار "الأولي" فهناك عدد من "بيوت الوساطة" المرخص لهم بمساعدة الشركات على إصدار أوراق جديدة. وهناك عدد من القوانين التي تحدد الحد الأعلى والحد الأدنى لإصدار أسهم جديدة، بالإضافة إلى تحديد سن الراغب في الاكتتاب. وفي حالة الزيادة على الطلب، يتم استخدام نظام الحصص حيث يحصل كل مكتب على عدد من الأسهم متناسبا مع عدد الأسهم إلى كانت تحت الطلب أصلاً.

أما بالنسبة للسوق السعودية الثانوية فإنها تصنف كسوق منظمة لوجود جهة تراقب السوق بحيث تكون هذه الجهة هي المسئولة عن تحديد أسس التعامل في السوق ونسب التذبذب السعري اليومية وإقرار الصفقات والتدخل في حال وجود أي خلل أثناء عمليات التداول، وعلى الرغم من عدم وجود مكان محدد للمتاجرة في الأسهم "البورصة"، إلا أن الشبكة الإلكترونية التي تصل المصارف (بيوت الوساطة) والتي بواسطتها يتم

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

إعطاء أوامر البيع والشراء تحل محل البورصة. وبعبارة أخرى، يصبح مكان التداول متوفراً من خلال نظام المعلومات الإلكتروني للأسهم والذي بدأ استخدامه منذ 1991 وتم تطويره حديثاً إلى نظام تداول. أما عن الأدوات الإستثمارية السائدة في السوق المالية السعودية «تداول» فتتقسم إلى خمسة أقسام رئيسية وهي: سوق الأسهم، الصكوك والسندات، حقوق الأولوية والصناديق الخاصة بالاستثمار والصناديق الخاصة بالمؤشرات. ويعتبر الهدف الأساسي من إنشاء شركة «تداول» السعودية هو توفير المناخ الاقتصادي الملائم والظروف المناسبة لكل العاملين والمستثمرين في السوق.

**(1) الأسهم:** تمثل الأسهم ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة والتي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرها)، وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو توزيع أرباح على شكل منح أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حالة البيع، ويتسم الإستثمار في الأسهم بارتفاع معدل العائد في المدى الطويل مع إرتفاع عنصر المخاطرة والذي يعني إحتمال تعرض المستثمر لخسائر من رأس ماله.

**(2) الصكوك والسندات:** تعتبر الصكوك والسندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً. كما أن هذه الصكوك والسندات تقدم حماية لمحافظ المستثمرين بإعطائهم القدرة على تنويع المخاطر بتوفير أدوات إستثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن.

قامت شركة «تداول» بتطوير سوق آلي لتداول الصكوك والسندات في المملكة السعودية، ويكون هذا السوق مركزاً يقوم المشاركون فيه من مستثمرين ومصدرين بتداول أوراق مالية إستثمارية ذات عوائد دورية ومخاطر أقل من الموجودة عند تداول الأسهم.

يتم تداول الصكوك والسندات في السوق المالية السعودية «تداول» عن طريق شركات الوساطة المالية المرخص لها، وباستخدام نفس المحافظ الإستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم، ويوفر هذا السوق خدمات رئيسية مثل: الإدراج، إرسال الأوامر، تنفيذ الصفقات، المقاصة والتسوية ونشر بيانات الأسعار. ويعتبر إطلاق هذه السوق خطوة هامة في إستراتيجية شركة «تداول» نحو تنويع المنتجات المالية للمستثمرين بما يتوافق مع رغباتهم الإستثمارية.

**(3) حقوق الأولوية:** هي أوراق مالية قابلة للتداول تعطي لحاملها أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة عند صدور قرار الجمعية العامة غير العادية بالموافقة على زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة، وهي حق مكتسب لجميع المساهمين المقيدين في سجلات الشركة نهاية يوم انعقاد الجمعية العامة غير العادية. ويعطي كل حق لحامله أحقية الاكتتاب في الأسهم الجديدة المطروحة بسعر

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الطرح. وعدد الحقوق التي يحصل عليها المساهمون المقيدون تعتمد على حسب أحقيتهم بالنسبة والتناسب مع نسبة ما يملكه كل مساهم في رأس المال نهاية يوم انعقاد الجمعية غير العادية [تداول، على الموقع؛ <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawu>، تاريخ التصفح: 2018/05/04].

**4) صناديق الإستثمار:** هي برنامج استثماري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج، ويديره مدير الإستثمار مقابل رسوم محددة، وتؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم عمل صناديق، كما تقوم الهيئة بتنظيم عمل مديري المحافظ ومستشاري الإستثمار والإشراف عليهم. يتم إدارة صناديق الإستثمار من خلال فريق إداري مكون من أشخاص متخصصين، مهمتهم تحقيق أعلى عائد استثماري لمستثمري الصندوق، ويسعون لجذب المستثمرين للصندوق، حتى يستفيدوا أكثر من خلال رسوم الإدارة السنوية (كلما زاد حجم الصندوق زادت فوائدهم) [إستثمر بذكاء، على الموقع؛ <http://www.invest-smartly.com>، تاريخ التصفح: 2018/05/04].

**5) صناديق المؤشرات المتداولة:** هي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول كتداول أسهم الشركات، هذه الصناديق تجمع مميزات كلاً من صناديق الإستثمار المشتركة والأسهم وفي نفس الوقت تتخلص من سلبياتهما. ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة لأول مرة في الأسواق العالمية سنة 1993 من خلال الأسواق الأمريكية ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق في النمو السريع، حيث زادت قيمة صافي الأصول للصناديق الإستثمارية المتداولة من 72 مليار دولار سنة 2001 إلى 700 مليار دولار بنهاية سنة 2009 في الأسواق الأمريكية وحدها [تداول، على الموقع؛ <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawu>، تاريخ التصفح: 2018/05/04].

تتكون صناديق المؤشرات المتداولة كغيرها من الصناديق من سلة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية والقابلة للتداول، وكل صندوق يتبع حركة مؤشر استرشادي. هذا المؤشر الاسترشادي يحتوي على عدة شركات تتغير بناء على أحجامها. على سبيل المثال، في سوق الأسهم السعودي هناك صندوق "فالكم 30"، هذا الصندوق يستثمر في كل الشركات الموجودة في مؤشر فالكم 30، ومؤشر فالكم 30 يحتوي على أكبر 30 شركة مدرجة موافقة للشريعة وفقاً للأسهم المتاحة للتداول. كل شركة تؤثر في المؤشر على حسب وزنها فيه. وتتميز صناديق المؤشرات المتداولة بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائماً حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات. وبالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول. كما تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أدائها لأداء المؤشرات التي تتبعها وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

في أغلب الأسواق العالمية، تتنوع صناديق المؤشرات المتداولة (ETFs) من خلال تنوع أصولها حيث تشمل صكوكا أو سلع مثل الذهب والفضة. ولكن بحكم حداثتها في السوق السعودية، فلا يوجد إلا للأسهم المحلية فقط وهي ثلاثة صناديق: صندوق فالكم 30 وصندوق إتش إس بي سي 20 وصندوق فالكم للبترولكيماويات [استثمر بذكاء، الموقع؛ <http://www.invest-smartly.com>، تاريخ التصفح: 2018/05/02].

يحتاج المستثمرون قبل الاستثمار في أي من النوعين: صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار المشتركة إلى معرفة الفروق بينهما، وفيما يلي توضيح لأوجه الاختلاف بينهما من خلال الجدول الآتي:

### الجدول رقم (1.4): الفرق بين صناديق المؤشرات المتداولة وصناديق الاستثمار المتبادل

الفروق	صناديق المؤشرات المتداولة	صناديق الاستثمار المشتركة
<b>التعريف</b>	- هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية التي يتم تداولها في شكل أسهم في البورصات الرئيسية في الوقت الفعلي مثل الأسهم. لذلك فالتداول فيها أسرع من صناديق الاستثمار المشتركة، وبالتالي فهي مناسبة للمستثمرين النشطين. تقدم استثمارات بديلة أكثر كفاءة مثل الاستثمار العقاري، خيارات الأسهم، السلع مثل الذهب والفضة، والأوراق المالية القابلة للتحويل.	- هي أداة من الأدوات الاستثمارية التي يقوم بإدارتها أشخاص متخصصون في السوق المالي. تتمثل مهمة مديري الصندوق في جذب المزيد من المستثمرين، وتحقيق أعلى عائد استثماري لهم. وتحتوي هذه الصناديق على مجموعة مختلفة من الأصول المختلفة مثل الأسهم والسندات الفردية. يختار الأسهم مدير الصندوق أو فريق إدارة الصندوق. ويتشارك جميع المستثمرين في الصندوق في الأرباح والخسائر بالتساوي.
<b>السعر</b>	- يتم تحديد سعر صناديق المؤشرات المتداولة حسب طلب المستثمرين في أي وقت خلال يوم التداول.	- لا يختلف سعر صندوق الاستثمار المتبادل خلال يوم التداول، لأن السعر يتم تحديده في نهاية كل يوم تداول. ويقوم المستثمرون ببيع أو شراء صناديق الاستثمار المشترك في نهاية اليوم بعد تحديد السعر، بناءً على قيمة الاستثمارات الفردية في الصندوق.
<b>النفقات</b>	- تتميز بتكلفتها المنخفضة، فهي لا تنطوي على نفقات تشغيلية، ولا تنطوي على ضرائب الأرباح الرأسمالية.	- تنطوي صناديق الاستثمار المتبادل على نفقات تشغيلية. العمولات ورسوم الاسترداد والنفقات التشغيلية.
<b>الشفافية</b>	قليلة	كبيرة
<b>المرونة</b>	قليلة	كبيرة
<b>تنوع الإستثمارات</b>	كبير	كبير

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على ماسبق.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

أما عن فترات التداول في شركة «تداول» السعودية فيمكن توضيحها من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (2.4): فترات التداول في السوق المالية السعودية «تداول»

أيام عمل السوق	فترة التداول	التسوية	صانع السوق	صيغة الورقة المالية
الأدوات المتداولة بالسوق المالية السعودية «تداول»				
الأسهم				
الأحد - الخميس	15:00-11:30	T + 2	لا يوجد	صيغة إلكترونية
صكوك وسندات				
الأحد - الخميس	15:00-10:00	T + 2	لا يوجد	صيغة إلكترونية
حقوق أولوية				
الأحد - الخميس	15:00-10:00	T + 2	لا يوجد	صيغة إلكترونية
صناديق المؤشرات المتداولة				
الأحد - الخميس	15:00-10:00	T + 2	بحد أدنى صانعي سوق	صيغة إلكترونية
صناديق الاستثمار المشتركة				
الأحد - الخميس	15:00-10:00	T + 2	لا يوجد	صيغة إلكترونية

المصدر: تداول، الموقع؛ <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawu>، تاريخ التصفح: 2018/05/04.

تزود شركة «تداول» السعودية كافة المستثمرين السعوديين وغير السعوديين بكل التفاصيل والخدمات التي قد يحتاجها المستثمرين وذلك لتسهيل عملية الاستثمار، وذلك كي تصبح المملكة العربية السعودية على رأس الدول الاستثمارية ليس في منطقة الشرق الأوسط فقط بل في العالم أجمع. ولقد احتلت شركة «تداول» السعودية المركز الحادي عشر على مستوى الشركات العالمية.

### 2.1. الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية السعودية

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لا بد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، وسنحاول التطرق من خلال هذا العنصر إلى الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالية السعودية من خلال:

- ✓ نظام السوق المالية.
- ✓ البنية التنظيمية للسوق المالية السعودية.
- ✓ اللوائح التنفيذية للسوق المالية السعودية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 1.2.1. نظام السوق المالية

صدر "نظام السوق المالية" بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/7/31، للعمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية، وتواكب التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية الأخرى. ويهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية السعودية على أسس جديدة ومتطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد وفر النظام مرجعية نظامية متكاملة للسوق، ويوضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، ويحدد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات.

فعندما تكون سوق رؤوس الأموال منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدالة والمساواة فإن المستثمرين يقبلون للإستثمار فيها بثقة وطمأنينة، مما يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، وبتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد، أما إذا كان الإستثمار حكرا على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات المدرجة في السوق قبل غيرها من المستثمرين، فلن يكون هناك إقبال على الإستثمار في هذه السوق، وقد يعزف الكثير من المستثمرين عنها تماما، وهذا بدوره يقلص من معدلات النمو الإقتصادي.

### 2.2.1. البنية التنظيمية للسوق المالية السعودية

تخضع السوق المالية السعودية لمجموعة من القوانين والنظم، والتي تصدر بمراسيم ملكية، إضافة إلى أنه توجد جهة مختصة في مراقبة وتسيير السوق المالية السعودية وهي هيئة السوق المالية. وتتمثل أهم ملامح نظام السوق المالية السعودية فيما يلي [هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، الموقع؛ <https://cma.org.sa/RulesRegulation>، تاريخ التصفح: 2018/03/18]:

#### 1) هيئة السوق المالية:

أنشئت هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) لتكون الجهة المسؤولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية في المملكة وتطويره والإشراف عليه وهي هيئة حكومية تتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي وإداري، وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء. وتتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية بهدف توفير المناخ الملائم للإستثمار في السوق، وزيادة الثقة فيه، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية. ويدير الهيئة مجلس يتكون من خمسة أعضاء متفرغين على أن يكونوا أشخاصا طبيعيين سعوديين ومن ذوي الخبرة والاختصاص

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

ويتم تعيينهم بموجب أمر ملكي لمدة خمس سنوات، قابلة للتجديد مرة واحدة. [هيئة السوق المالية؛ الموقع؛ <https://cma.org.sa>، تاريخ التصفح: 2018/03/19].

تتولى هيئة السوق المالية القيام بمجموعة من المهام الأساسية، يمكن ذكر أهمها فيما يلي [هيئة السوق المالية؛ نظام السوق المالية، على الموقع؛ <https://cma.org.sa>، ص: 7-9]:

- ✓ تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
  - ✓ تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
  - ✓ حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تنطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب...
  - ✓ العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
  - ✓ تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المساهمين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
  - ✓ إصدار اللوائح التنفيذية الضرورية لتطبيق أحكام هذا النظام وتعديلها.
  - ✓ الموافقة على طرح الأوراق المالية.
  - ✓ تحديد محتويات القوائم المالية السنوية، والدورية، والتقارير، والمستندات التي يجب أن تقدمها الجهات المصدرة التي تطرح أوراقا مالية للجمهور أو الجهات المدرجة أوراقها المالية في السوق.
- تعد حماية المستثمرين من أهم المسؤوليات الموكلة إلى هيئة السوق المالية. وتحقق الهيئة هذه الحماية من خلال ما تضعه وتطبقه من لوائح وقواعد لتنظيم سوق الأوراق المالية. ويجري وضع الإطار العام لهذه اللوائح والقواعد لضمان توفر سوق عادل يعمل على الحد من المخاطر التي تحيط بتعاملات المتداولين فيه. وإضافة لوضع هذا الإطار التنظيمي، والعمل على تطويره، تسعى هيئة السوق المالية إلى حماية المستثمرين من الممارسات التي قد تنطوي على احتيال، أو غش، أو تلاعب، أو تدليس، أو التداول بناء على معلومات داخلية. ويتحقق هذا بالمراقبة الدقيقة واليقظة لمصدري الأوراق المالية، والأشخاص المرخص لهم، والتداولات في السوق بشكل عام. كما يعد توفير المعلومات للجمهور من العناصر الرئيسية لحماية المستثمرين. لذا تلزم هيئة السوق المالية الجميع بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية ومصدرها، والمعلومات المتعلقة بالقوائم المالية والتطورات الجوهرية، والمعلومات المهمة لنشرات إصدار طرحة الورقة المالية. ويساعد إطلاع المستثمرين على مصادر المعلومات في حمايتهم من خلال توفير البيئة المحفزة لاتخاذ القرار الاستثماري الحكيم. ومن الطرق الأخرى التي تحمي بها هيئة السوق المالية المستثمرين وضع حد أعلى

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

للمعمولة التي يتقاضاها الوسطاء من عملائهم، وتنظيم الرسوم والتكاليف الأخرى التي تفرضها شركة السوق المالية السعودية (تداول) ومركز الإيداع.

### 2) شركة السوق المالية السعودية «تداول»:

شركة السوق المالية السعودية «تداول» هي سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، والجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية. ويجري التداول بيعا وشراء في الأوراق المالية المدرجة في السوق عن طريق وسطاء مرخصين. ونص نظام السوق المالية على أن تكون «تداول» شركة مساهمة يديرها مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يرشحهم رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويتم تعيينهم بقرار صادر من مجلس الوزراء. وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودي، وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة.

وتعنى شركة «تداول» بالمهام التنفيذية والتشغيلية للسوق وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل على إدارة سوق الأوراق المالية وترمي إلى العمل على توفير العدالة والكفاءة في التداول وشفافية متطلبات الإدراج، وأنظمة التداول الفنية، ونظم معلومات الأوراق المالية في السوق، وتوفير أنظمة على مستوى من الكفاءة للتسويات والمقاصة، وتطبيق معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم في السوق [هيئة السوق المالية؛ الموقع؛ <https://cma.org.sa>، تاريخ التصفح: 2018/03/19].

كما يقوم مدير تنفيذي يعينه مجلس إدارة السوق - بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة - بإدارة العمليات اليومية في السوق. ولمنع ظهور أي تضارب في المصالح، فإن المدير التنفيذي لا يحق له الاستثمار في أي شركة وساطة تقوم بعمليات في السوق أو العمل لأي جهة حكومية أخرى أو مؤسسة تجارية. وتضطلع «تداول» بأربعة مسؤوليات رئيسية هي:

- ✓ التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفائتها وشفافيتها، وقواعد التداول، وآلياته الفنية، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة أسهمها في السوق.
- ✓ توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- ✓ وضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم.
- ✓ التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3) مركز الإيداع:

نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" لتنفيذ تسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإيداعها وإجراء التقاص والتسوية، الأمر الذي يتطلب إنشاء سجل مركزي للمساهمين الموثقين ونظام مركزي للتقاص والتسوية. وحتى يتم إنشاء المركز، فإن وظائف مركز إيداع الأوراق المالية تتم عبر نظام الإيداع في سوق الأوراق المالية "تداول".

يهدف المركز إلى تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية، وذلك ببناء سجل مركزي لحفظ ملكية الأوراق المالية، والحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول في السوق من خلال وضع أنظمة وتشريعات وإجراءات تتسم بالعدالة والسرعة والأمان.

### 4) لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

نصت المادة الخامسة والعشرون من نظام السوق المالية على أن تقوم الهيئة بإنشاء لجنة تسمى "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية"، تتكون من مستشارين قانونيين مختصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص. ويكون لها جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود، وإصدار القرارات، وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق. ومن بين اختصاصات اللجنة النظر في التظلمات من القرارات أو الإجراءات التي تتخذها هيئة السوق المالية أو تلك التي تسببت في إحداث خسائر للمستثمرين بسبب مخالفة نظام السوق المالية [ الدورة التحضيرية لاختبار تداول، الإصدار: 11-2012/12، ص: 34].

### 5) لجنة الاستئناف:

يأتي تشكيل "لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية" امتداداً لاختصاصات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولضمان حق المترافعين في منازعات الأوراق المالية في الحصول على جملة من الضمانات والتي من ضمنها حق التقاضي على درجتين، بحيث يُمكن الطرف الذي لم يسجل قناعته بقبول القرار الصادر عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (محكمة أول درجة) أن يرفع النزاع إلى لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية (محكمة درجة ثانية) ذات تشكيل مختلف عن الدرجة الأولى. حيث نصت المادة الخامسة والعشرين فقرة (ز) و (و) على تشكيل لجنة بسمى "لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية" تتصدى لطلبات استئناف قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية المقدمة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الإبلاغ بقرارات لجنة الفصل.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

يتم تعيين أعضاء تلك اللجنة بقرار يصدر من مجلس الوزراء، الذي يختار ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة، وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء. وتكون مدة التعيين لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد [الدورة التحضيرية لاختبار تداول، الإصدار: 11 - 12/12/2012، ص: 36].

### 3.2.1 اللوائح التنفيذية للسوق المالية السعودية

اللوائح التنفيذية هي مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية. وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ مرئيات المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية الآتية [هيئة السوق المالية، اللوائح التنفيذية، الموقع؛ <https://cma.org.sa/RulesRegulations>، تاريخ التصفح: 2018/05/02]:

- ✓ لائحة سلوكيات السوق.
- ✓ لائحة الأشخاص المرخص لهم.
- ✓ لائحة حوكمة الشركات.
- ✓ قواعد الكفاية المالية.
- ✓ لائحة أعمال الأوراق المالية.
- ✓ لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- ✓ قواعد مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب.
- ✓ قواعد طرح الأوراق المالية والإلتزامات المستمرة.
- ✓ القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة.
- ✓ تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الإكتتابات الأولية.
- ✓ التعليمات الخاصة بإعلانات الصناديق الإستثمارية.
- ✓ التعليمات الخاصة بصناديق الإستثمار العقارية المتداولة.
- ✓ الدليل الإسترشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الموازية.
- ✓ لائحة صناديق الإستثمار.
- ✓ لائحة صناديق الإستثمار العقاري.
- ✓ لائحة الاندماج والإستحواذ.
- ✓ قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها.
- ✓ لائحة وكالات التصنيف.
- ✓ تعليمات الحسابات الإستثمارية.
- ✓ الضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذا لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

- ✓ الدليل الإسترشادي للضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذا لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.
  - ✓ الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 20% فأكثر من رأسمالها.
  - ✓ القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة.
  - ✓ تعليمات تصريح تجربة التقنية المالية.
- نذكر منها الآتي:

### (1) لائحة سلوكيات السوق:

- تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية السعودية من الممارسات والسلوكيات غير النظامية، ومن أهم أنواع الممارسات الممنوعة بناء على هذه اللائحة:
- ✓ منع الممارسات التي تنطوي على تلاعب أو تضليل.
  - ✓ منع الإفصاح عن المعلومات الداخلية والتداول بناء عليها.
  - ✓ منع التصريح ببيانات غير صحيحة (الإشاعات).

### (2) لائحة الأشخاص المرخص لهم:

- يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ مسؤولون عادة عن أغلبية النشاط الإستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم. وعلاوة على المبادئ العامة التي حددتها اللائحة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص له، مثل ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح، فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعميل، أهمها ضرورة إلتزام المرخص له بما يلي:
- ✓ حماية أصول العملاء بتبني الإحترازمات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول.
  - ✓ ممارسة الأعمال بنزاهة والتواصل مع العملاء ومعاملتهم بإنصاف وعدل ومراعاة مصالحهم.
  - ✓ معالجة تضارب المصالح بالإنصاف بين المرخص له وبين عملائه، أو بين عميل وعميل آخر.
  - ✓ إعتداد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر.
  - ✓ الإحتفاظ بموارد مالية كافية حسب القواعد التي تحددها الهيئة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3) لائحة حوكمة الشركات:

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الإلتزام بأفضل ممارسات حوكمة الشركات التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح. تعد هذه اللائحة إلزامية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية باستثناء الأحكام التي يشار فيها إلى أنها استرشادية. ومع عدم الإخلال بأحكام هذه اللائحة، تسري على الشركات -التي تخضع لإشراف جهات رقابية أخرى- لوائح وتعليمات تلك الجهات.

تهدف هذه اللائحة إلى وضع إطار قانوني فعال لحوكمة الشركة، وتهدف بصفة خاصة إلى ما يلي:

- ✓ تفعيل دور المساهمين في الشركة وتيسير ممارسة حقوقهم.
- ✓ بيان اختصاصات مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية ومسؤولياتهما.
- ✓ تفعيل دور مجلس الإدارة واللجان وتطوير كفاءتها لتعزيز آليات اتخاذ القرار في الشركة.
- ✓ تحقيق الشفافية والنزاهة والعدالة في السوق المالية وتعاملاتها وبيئة الأعمال وتعزيز الإفصاح فيها.
- ✓ توفير أدوات فعالة ومتوازنة للتعامل مع حالات تعارض المصالح.
- ✓ تعزيز آليات الرقابة والمساءلة للعاملين في الشركة.
- ✓ وضع الإطار العام للتعامل مع أصحاب المصالح ومراعاة حقوقهم.
- ✓ زيادة كفاءة الإشراف على الشركات وتوفير الأدوات اللازمة لذلك.
- ✓ توعية الشركات بمفهوم السلوك المهني وحثها على تبنيه وتطويره بما يلائم طبيعتها.

### 3.1. أهم التغييرات التي اتخذتها السوق المالية السعودية لجذب المستثمر الأجنبي

أعلنت هيئة السوق المالية ابتداء من 15 جوان 2015، عن فتح أكبر سوق متنوع للأسهم في المنطقة وأكثرها نضجا أمام المستثمرين المؤسساتيين الأجانب المؤهلين للإستثمار المباشر. وتعتبر الإصلاحات الخاصة بأسواق الأسهم التي اتخذتها المملكة العربية السعودية تطورا مهما للغاية. فالآن، يمكن للمستثمرين الأجانب الشعور بالثقة مع الإلتزام الواضح الذي أبدته المملكة السعودية لتحسين البنية التحتية لسوق الأسهم، وتعزيز إمكانية وصول المزيد من المستثمرين لأسواق الأسهم السعودية، في الوقت الذي تواصل فيه مجهوداتها للإندماج بشكل أكبر مع الأسواق العالمية.

#### 1.3.1. أهداف فتح سوق الأسهم السعودية أمام الاستثمار الأجنبي

إن فتح سوق الأسهم السعودية لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة لا يستهدف جلب رساميل أو ضخ سيولة في السوق المالية، وإنما يستهدف تحقيق عدد من الأهداف على المدى البعيد وهي:

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

- ✓ تعزيز الاستثمار المؤسسي في السوق المالية السعودية الذي سيؤدي بدوره إلى دعم استقرار السوق والحد من التذبذب فيها، وذلك من خلال استقطاب مستثمرين متخصصين يضيفون خبراتهم إلى السوق المحلية، وتكون أهدافهم الاستثمارية بعيدة المدى.
- ✓ نقل المعارف والخبرات للمؤسسات المالية المحلية والمستثمرين، والرفع من مهنية المشاركين في السوق المالية السعودية من خلال جذب الخبرات المهنية المتخصصة عالية المستوى.
- ✓ رفع أداء الشركات المدرجة ولاسيما في جانب الإفصاح عن المعلومات المالية وكذلك رفع أداء الشركات الاستثمارية المتخصصة.
- ✓ تعزيز مكانة السوق المالية السعودية لتكون سوقا رائدة، وزيادة فرص رفع تصنيفها على المستوى العالمي لتكون سوقا ناشئة بحسب تصنيف المؤشرات العالمية ذات العلاقة وعلى رأسها مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال (MSCI) والتي تسعى العديد من الأسواق الأخرى إلى الوصول إليها.
- ✓ رفع مستوى البحوث والدراسات والتقييمات التي يتم إجرائها عن السوق بشكل عام والشركات المدرجة بشكل خاص مما يوفر لجميع المتعاملين معلومات أكثر دقة وتقييمات أكثر عدالة.

### 2.3.1. أحدث تعديلات هيئة السوق المالية فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب المؤهلين وانعكاساتها

- تستهدف التعديلات التي أقرتها هيئة السوق المالية مؤخرا تخفيف القيود التي فرضتها سابقا على المستثمرين الأجانب المؤهلين في «تداول»، وتشمل ما يلي [ جدوى للإستثمار؛ التغييرات الأخيرة التي أجرتها هيئة السوق المالية والمرتبطة ب"تداول"، الموقع؛ <http://www.jadwa.com>]:
- ✓ يشترط على أي مستثمر أجنبي مؤهل يرغب في الإستثمار في السوق أن تكون تحت إدارته أصول لا تقل قيمتها عن 1 مليار دولار (كانت سابقا 5 مليار دولار)، وأن تكون له خبرة في هذا النشاط لا تقل عن 5 سنوات.
  - ✓ لا يحق للمستثمر الأجنبي المؤهل (والشركات التابعة له) أن يحوز على نسبة تزيد عن 10% (كانت سابقا 5%) من الأسهم المصدرة لأي شركة مدرجة في السوق.
  - ✓ تم إلغاء الفقرة التي تشترط عدم إمتلاك المستثمرين الأجانب المؤهلين مجتمعين أكثر من 20% من الأسهم المصدرة لأي شركة مدرجة في السوق.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

- ✓ تم الإبقاء على شرط أن يكون الحد الأقصى لإجمالي ملكية المستثمرين الأجانب مجتمعين (بما في ذلك المقيمين وغير المقيمين واتفاقيات المبادلة والمستثمرين الأجانب المؤهلين) في الأسهم المصدرة لأي شركة مدرجة في السوق هو 49%.
  - ✓ وضمن الإصلاحات المخطط لها، أقرت الهيئة أيضاً إقراض الأسهم والبيع على المكشوف، في حين صرحت شركة السوق المالية السعودية (تداول) أنها ستقوم بتطبيق نظام تسوية خلال يومين عمل لصفقات الأسهم (T+2) وذلك ابتداء من النصف الأول 2017.
  - ✓ بموجب هذه التعديلات التي أقرتها هيئة السوق المالية، أصبح تعريف المستثمرين الأجانب المؤهلين وعملاء المستثمرين الأجانب المؤهلين يشمل: البنوك، شركات الوساطة والأوراق المالية، مدراء الصناديق، شركات التأمين إضافة إلى صناديق الثروة السيادية وأوقاف الجامعات.
- تُشكل هذه التغييرات جزءاً من إستراتيجية شاملة لرفع مستوى البنية التحتية للتداولات في المملكة العربية السعودية لتتماشى مع المعايير الدولية. وعلاوة على ذلك، فإن هذه التدابير تسمح بزيادة فعالية العمليات اللاحقة للتداولات، وتسهم في خفض المخاطر المتعلقة بالنظم في السوق.
- من بعيد، تبدو مجموعة الإصلاحات لسوق الأسهم تطوراً غير متوقفاً، لكن من الضروري النظر لهذه التغييرات المقترحة في سياق أوسع لدولة تشهد تحولات اقتصادية واجتماعية كبيرة. فقد كشفت المملكة العربية السعودية عن رؤيتها المستقبلية، والتي تهدف إلى تقليل اعتمادها على النفط، وخفض الدعم الحكومي، وتحفيز القطاع الخاص. وتُعد الخطة المعروفة بـ «رؤية المملكة 2030» إطاراً شاملاً لتطوير اقتصاد المملكة، وقال صاحب السمو الملكي الأمير محمد بن سلمان بن عبد العزيز آل سعود، ولي ولي العهد السعودي في مقابلة مع قناة العربية إن «إدمان السعودية على النفط» قد تسبب في إهمال الجوانب الأخرى من الاقتصاد، وأن الخطة الجديدة ستساهم في تحويل المملكة العربية السعودية إلى اقتصاد قائم على الاستثمار.
- تشكل «رؤية المملكة 2030» محاولة لمعالجة بعض القضايا الهيكلية الأكثر أهمية في المملكة العربية السعودية والتي ستتيح لها، على مدى السنوات الـ15 المقبلة، الاستفادة من إمكاناتها الهائلة، والحد من إهدار الموارد، وزيادة الإنتاجية في جميع المجالات الاقتصادية. كذلك، ستقدم «رؤية المملكة 2030» للمستثمرين الدوليين خارطة طريق أكثر وضوحاً فيما يتعلق بأهداف المملكة العربية السعودية، ورؤيتها لدورها في المجتمع العالمي.
- عندما قامت السعودية بفتح سوق الأسهم أمام المستثمرين الأجانب، بصورة متحفظة، في جوان 2015 اعتبرت خطوة مهمة لتحقيق طموحات المملكة في ضم سوقها المالية إلى مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة MSCI Emerging Markets Index حيث يمثل ضم الأسواق في هذا المؤشر الذي يحظى بمتابعة واسعة خطوة مهمة قد تنتج عنها؛ تحسين مكانة المملكة العربية السعودية ومنطقة الشرق الأوسط

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

ككل بشكل ملحوظ، وتدفقات استثمارية كبيرة من الصناديق التي تستخدم مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة والمؤشرات المماثلة. بالإضافة إلى التدفقات الكبيرة للاستثمارات [ باسل خاتون، مدير الإستثمار، أسهم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في فرانكلين تيمبلتون للإستثمار (الشرق الأوسط)، الموقع؛ <http://arabic.arabianbusiness.com>، تاريخ التصفح: 2018/04/08].

ويعتقد أن تشجيع المستثمرين الأجانب المؤهلين للدخول في السوق المالية السعودية سيكون له انعكاسات إيجابية على الإقتصاد السعودي، حيث أن السماح للمستثمرين الأجانب بالإستثمار في «تداول» سيزيد من مشاركة المستثمرين المؤسسيين، ومعلوم أن مشاركة هذه الفئة تعتبر إيجابية لأنهم يشكلون قناة لجذب مدخرات الأفراد إلى أسواق رؤوس الأموال، كما أن نظرتهم الإستثمارية بعيدة المدى، ومن ثم تكون النتيجة زيادة الثروة العامة ورفاهية المواطنين. إضافة إلى أن المملكة السعودية تدفع حاليا باتجاه خصخصة الأصول المملوكة للدولة، وبالتالي فبإمكان المستثمرين الأجانب المساهمة في تحسين القدرات الإستثمارية لتلك الشركات وأرباحها. حيث أنه حاليا لا تزال العديد من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تعتمد نسبيا على الإنفاق الحكومي، كما هو الحال في بقية دول الخليج. وفي الواقع تتحقق الهوامش الربحية لتلك الشركات نتيجة لانعدام المنافسة في بعض القطاعات، كما أن بعضها يستفيد من الدعم الحكومي سواء كان مباشرا أو غير مباشر، وعلى المدى الطويل، وعندما يمتلك المستثمرون الأجانب حصصا في تلك الشركات المخصصة، تصبح إدارة تلك الشركات تحت المزيد من المساءلة والمراقبة فيما يتعلق بالقرارات الإستراتيجية، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة كفاءة الأداء، بما في ذلك التحسن في استغلال الأصول لزيادة المبيعات وتعظيم الأرباح.

وأكد الرئيس التنفيذي لشركة السوق المالية السعودية "تداول" أن سوق السعودية تعزز زيادة تملك الأجانب للأسهم من 5% إلى 25% خلال العامين المقبلين على الأقل، مضيفا أنه يوجد في البورصة حاليا 120 مستثمرا أجنيا مؤهلا، وأنها تقوم بمراجعة 180 طلبا آخر [السعودية تستهدف رفع ملكية الأجانب لـ 25% من قيمة الأسهم، على الموقع؛ <http://www.alarabiya.net>، تاريخ التصفح: 2018/04/08].

تتضمن التغييرات الرئيسية في القواعد الحالية: تسهيل وتسريع إجراءات التأهيل عن طريق إلغاء متطلب مراجعة وتسجيل هيئة السوق المالية للمستثمر الأجنبي المؤهل، وتوسيع نطاق المستثمرين الأجانب المؤهلين بخفض مطلب الأصول التي يحفظها أو يديرها المستثمرون الأجانب المؤهلون من مليار دولار إلى 500 مليون دولار، والسماح بتأهيل المؤسسات المالية التابعة للمستثمر الأجنبي المؤهل أو مدير المحفظة الأجنبي والصناديق الاستثمارية المدارة من قبلهم دون الحاجة لتقديم طلبات مستقلة، وتخفيف بعض متطلبات الالتزام المستمر على المستثمر الأجنبي المؤهل [السعودية تستهدف رفع ملكية الأجانب لـ 25% من قيمة الأسهم، على الموقع؛ <http://www.alarabiya.net>، تاريخ التصفح: 2018/04/08].

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3.3.1. أهم تطورات شركة السوق المالية السعودية «تداول»

أعلنت في بداية سنة 2018 شركة السوق المالية السعودية «تداول» عن عدة تطورات جوهرية في السوق المالية السعودية تهدف من خلالها إلى زيادة جاذبية السوق وتحسين كفاءتها وتعزيز حماية المستثمرين والحد من المخاطر بما يتماشى مع أفضل المعايير العالمية، ومن أهم هذه التطورات ما يلي [خالد بن عبد الله الحصان، المدير التنفيذي لـ: «تداول»؛ <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ النشر: الأربعاء 10 يناير 2018 16:00، تاريخ التصفح: 2018/03/25]:

- ✓ تطوير خدمة الحفظ المستقل لتمكين المستثمرين المؤسسيين -محلياً وعالمياً- من الحصول على حدود أفضل للتداول، ومن المتوقع أن ينتج عن هذا التغيير استحداث تنظيمات جديدة بهدف التقليل من المخاطر المرتبطة بإجراءات التسوية لكافة المشاركين في السوق. وقد تم تطبيق النسخة المطورة من خدمة الحفظ المستقل وإطلاق خدمة تجميع الأوامر لمدراء الأصول في 21 جانفي 2018 [الموقع؛ <https://www.mubasher.info>، تاريخ التصفح: 2018/05/05]، أما الآلية الجديدة لتحديد أسعار افتتاح السوق وإغلاقه ونموذج صانع السوق فسيتم تطبيقهما خلال الربع الثاني من عام 2018.
- ✓ إطلاق خدمة جديدة - اختيارية - تسمح لمدراء الأصول بتجميع كافة الأوامر (المحافظ الخاصة والصناديق الاستثمارية) تحت أمر واحد شامل، مما يضمن إدارة الأصول بشكل عادل ودقيق.
- ✓ تعديل الآلية المتبعة لتحديد سعر إغلاق السوق الرئيسية ونمو السوق الموازية من آلية حساب المتوسط سعري لحجم التداول (VWAP) إلى آلية المزاد.
- ✓ تطوير الآلية الحالية لافتتاح السوق (آلية المزاد) وذلك لتوحيد آلية افتتاح وإغلاق السوق وفق أفضل الممارسات الدولية.
- ✓ تطبيق -نموذج صانع السوق- بهدف زيادة السيولة وتنظيم الأسعار ودعم أسواق الصكوك والسندات والصناديق الاستثمارية المتداولة، مما يفتح المجال لتوفير أدوات استثمارية جديدة مثل سوق المشتقات والمنتجات الاستثمارية المتداولة.
- ✓ فتح حسابات خاصة لأكثر من 100 مؤسسة مالية عالمية في المملكة [خالد بن عبد الله الحصان، المدير التنفيذي لـ: «تداول»؛ <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ النشر: الأربعاء 10 يناير 2018 16:00، تاريخ التصفح: 2018/03/25].
- ✓ ضم مؤسسة «فوتسي راسل» سوق الأسهم السعودية إلى مؤشرها للأسواق الناشئة يوم 2018/03/28، وسط اهتمام محلي ودولي، وتوقعات بأن يسفر القرار عن تدفقات مالية إلى المملكة تتراوح بين 3 إلى 5 مليارات دولار بشكل مباشر. وأشارت إلى أن السوق السعودية ستكون الأكبر وزناً في المؤشر بالشرق الأوسط، حيث يبلغ وزنها 2.7 في المائة من مؤشر الأسواق الناشئة، وقد ترتفع

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

هذه النسبة لنحو 4.6 في المائة في حال تم إدراج شركة أرامكو. وستحتل سوق الأسهم السعودية المرتبة 10 ضمن قائمة الأسواق الناشئة في مؤشر فوتسي.

وبهذا الخصوص قال محمد بن عبد الله القويز، رئيس مجلس هيئة السوق المالية، إن هذا الإنجاز يعد ترجمة للجهود والإجراءات التي اتخذتها هيئة السوق المالية وشركة السوق المالية السعودية «تداول» خلال الفترة الماضية، التي ترمي إلى تطوير السوق المالية المحلية ونقلها لمصاف الأسواق المالية العالمية. وأكد القويز أن هيئة السوق المالية ستستمر في العمل على تطوير البيئة الاستثمارية وتسهيل سبل الاستثمار، بما يسهم في رفع جاذبية وكفاءة السوق المالية ويعزز من تنافسيتها إقليمياً ودولياً، ويزيد من اتساقها مع حجم الاقتصاد الوطني السعودي الذي يشهد ارتفاعاً في تنافسيته في ظل «رؤية المملكة العربية السعودية 2030» [هيئة السوق المالية؛ <https://cma.org.sa/MediaCenter>، تاريخ النشر 2018/03/28، تاريخ التصفح: 2018/05/05].

يترتب على الإنضمام إلى مؤشرات الأسهم العالمية للأسواق الناشئة العديد من المزايا على مستوى الإقتصاد والسوق المالية، من أهمها: التقييم العادل لأسعار الأسهم المنضمة إلى تلك المؤشرات، بالإضافة إلى تطوير البيئة الإستثمارية والأطر القانونية للسوق المالية، ورفع مستوى الشفافية وتعزيز دور المستثمر المؤسسي إضافة إلى دورها في تعزيز سيولة السوق نتيجة إرتفاع مستوى جاذبيتها للمستثمر الأجنبي والمحلي على حد سواء، ودخول شرائح جديدة من المستثمرين والتي بدورها ستدعم عمق السوق المالية وتطورها لمواكبة الأسواق المالية العالمية. ويعد الإنضمام لمؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة حالياً هدف السوق المالية السعودية بعد انضمامها لمؤشر فوتسي راسل، حيث أكملت السوق جميع متطلبات الإنضمام لهذا المؤشر في انتظار أن يتم اتخاذ قرار إدراج السوق السعودية في المؤشر في شهر جوان 2018 [الإستثمار كابيتال؛ التقرير السنوي عن مؤشر سوق الأسهم السعودي، مارس 2018، ص: 01].

هذا وتعد سنة 2017 سنة حافلة بالإنجازات التي حققتها تداول بدعم من هيئة السوق المالية، وكان

أبرزها:

- ✓ تطبيق نظام المعيار الدولي للتقارير المالية (IFRS) في الشركات المدرجة، وتطبيق المعيار العالمي للقطاعات (GICS) في السوق المالية السعودية في جانفي 2017، لتمكين كافة المستثمرين من تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري بين قطاعات السوق المالية السعودية ومثيلاتها من القطاعات بالأسواق المالية العالمية.
- ✓ السماح للمستثمرين المؤهلين الأجانب بالاكتتاب في الشركات السعودية منذ جانفي 2017.
- ✓ تطبيق قواعد جديدة لحوكمة الشركات بقرار من هيئة السوق المالية في فيفري 2017، بهدف تعزيز حقوق المساهمين وأعضاء مجالس الإدارة ورفع مستوى الشفافية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

- ✓ إطلاق نمو -السوق الموازية- للمستثمرين المؤهلين وذلك بهدف تقديم فرص استثمارية جديدة لشريحة كبيرة من الشركات -بما فيها الشركات الصغيرة والمتوسطة- بمتطلبات إدراج أكثر مرونة وذلك في 26 فيفري 2017، وقد أعلنت هيئة السوق المالية السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالاستثمار المباشر في نمو- السوق الموازية ابتداء من جانفي 2018.
- ✓ تعديل المدة الزمنية لتسوية صفقات الأوراق المالية المدرجة في سوق الأسهم السعودي لتكون خلال يومي عمل لاحقة لتاريخ تنفيذ الصفقة (T+2)، بهدف تعزيز ضوابط حماية الأصول وتوحيد مدد التسوية لتتماشى مع المعايير المطبقة عالمياً.
- ✓ تفعيل نظام التسليم مقابل الدفع والذي يضمن تسلّم الأوراق المالية فقط حالما يتم الدفع في المقابل.
- ✓ تأسيس مركز إيداع الأوراق المالية لتعزيز كفاءة خدمات الإيداع والتسجيل بما يتماشى مع المعايير المطبقة في معظم الأسواق العالمية.
- ✓ تمكين إقراض واقتراض الأوراق المالية في السوق إضافةً إلى البيع على المكشوف المغطى، بهدف تسهيل التداول وخلق فرص استثمارية جديدة للمتعاملين في السوق محلياً وعالمياً.

في ظل هذه التطورات، فإنه قد بات برنامج تطوير القطاع المالي، الذي أعلنت عنه السعودية ضمن البرامج المحققة لـ«رؤية المملكة 2030»، خطوة مهمة نحو تطوير السوق المالية المحلية، ووضعها ضمن قائمة أكبر 10 أسواق مالية في العالم. يأتي ذلك في وقت تعمل فيه المملكة بشكل حيوي على كثير من الإصلاحات الاقتصادية التي أسهمت في تجنب اقتصاد البلاد من الآثار السلبية التي كانت ستلحق به نتيجة للانخفاضات التي شهدتها أسعار النفط.

## II. تطور نشاط السوق المالية السعودية في تمويل المشاريع الإستثمارية (2007-2017)

تسعى المملكة السعودية جاهدة لتطوير سوقها المالية من أجل أن تواكب الأسواق المالية المتقدمة، وذلك من خلال تحسين سياساتها الإقتصادية وتوفير الظروف اللازمة لاستقطاب المستثمرين، لأن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق مالي يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد كبير من المتعاملين، لأن أداء السوق للوظائف المكلفة بها والمتمثلة في تجميع المدخرات وتوجيهها للإستثمار يعتمد على مدى تقدم الإقتصاد القومي ومدى تطور السوق المالية نفسها.

### 1.2. تطور أداء السوق المالية السعودية «تداول» في المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي (2007-2017)

نحاول من خلال هذه النقطة تتبع أداء السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة وذلك من خلال المؤشر العام للسوق.

#### 1.1.2. المؤشر العام للسوق المالية السعودية

تختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب ما يرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق عامة، ومؤشرات خاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم. والمؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI (إسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية Tadawul All Share Index) يقيس مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة مثلاً فهو خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، وهكذا بقية مؤشرات القطاعات الأخرى [هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم؛ <http://cma.org.sa/IA/default.html>، 2018/05/07].

والأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول، حيث يستبعد من حساب المؤشر الأسهم المملوكة من قبل الأطراف التالية [السوق المالية السعودية؛ <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2018/05/07]:

- (1) الحكومة أو مؤسساتها.

- (2) الشريك الأجنبي إذا كان محظوراً عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية.

- (3) الشريك المؤسسي خلال فترة الحظر.

- (4) من يملك 10% أو أكثر من أسهم الشركة.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985. وهذا التاريخ مهم إذ إنه تاريخ الأساس

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

لحساب المؤشر حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة.

يعكس "مؤشر تداول لجميع الأسهم TASI" الذي كان يعرف سابقاً باسم "مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية"، التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي. ومن هنا فالمؤشر يعكس نشاط سوق الأسهم وازدهارها، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصاً في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات المالية والاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين. وهناك اهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر (مؤشر تداول لجميع الأسهم) من قبل المحللين الماليين داخل المملكة وخارجها وتتم متابعته ونشره بشكل واسع محلياً ودولياً لإبراهيم عبد الرحمن القاضي، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم الموقع؛ <http://www.alriyadh.com/61146>، تاريخ التصفح: 2018/05/07.

### 2.1.2. حساب المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI

يتم حساب مؤشر السوق الرئيسية TASI ومؤشر السوق الموازية (نمو) ومؤشرات القطاعات للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة المؤشرات في اليوم السابق مع نسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المشمولة في حساب المؤشرات، وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر (المعادلة أدناه) توضح آلية حساب TASI و(نمو) ومؤشرات القطاعات) هي [السوق المالية السعودية؛ <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2018/05/07]:

المؤشر = ( مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم / مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق )  
× قيمة المؤشر لليوم السابق

حيث:

\* مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = القيمة السوقية للشركة "أ" + القيمة السوقية للشركة "ب" + ... وهكذا لجميع الشركات المشمولة في المؤشر.  
\* القيمة السوقية للشركة "أ" = (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "أ" × عدد الأسهم الحرة للشركة "أ")  
\* سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15,000 ريال  
\* الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول.

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

أ) عدد الأسهم المصدرة (وليس المتداولة فعلاً): وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

(ب) سعر السهم في السوق: ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

تقوم تداول بصيانة المؤشرات بنهاية كل ربع سنة لمواكبة المستجدات أدناه [السوق المالية السعودية:

<https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2018/05/07]:

(أ) التغيرات التي تطرأ على عدد الأسهم الحرة.

(ب) إضافة الشركات الجديدة المدرجة في المؤشر والتي أكملت 20 يوم تداول في السوق.

(ج) استبعاد الشركات المعلقة من التداول.

### 3.1.2 خصائص المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI

(1) يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً من يوم إلى آخر، كما يعكس

عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء).

(2) يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في

السوق وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار

وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.

(3) تسمح معادلة المؤشر بتكيفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى

الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض

رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئياً، أو اندماج الشركات.

(4) لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي [إبراهيم عبد الرحمن

القاضي، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم الموقع؛ <http://www.alriyadh.com/61146>، تاريخ التصفح: 2018/05/07].

### 4.1.2 أداء مؤشر سوق المالية السعودية (2007-2017)

في خضم الأحداث الجيوسياسية والأوضاع الاقتصادية العالمية، كان أداء الشركات الربحي إيجابياً بشكل

عام حيث ارتفعت ربحية معظم الشركات المدرجة بالسوق السعودية خلال السنوات السابقة رغم العديد من

التحديات التي واجهتها الشركات المدرجة خصوصاً في السنوات الأخيرة، مثل: انخفاض أسعار النفط والرفع

التدريجي للدعم وتغير محركات الطلب في السوق المحلية، وتجدر الإشارة إلى أن الربح الأكبر خلال هذه

السنوات كان متمحور في الشركات العاملة بالقطاعات الدفاعية، حيث تأثرت الأسهم الدفاعية إيجاباً بالنظر

للأداء الربحي للشركات الدفاعية في قطاع إنتاج الأغذية كالمراعي والتجزئة كسهم شركة جرير والعثيم

والشركات العاملة بقطاع الرعاية الصحية بشكل عام، حيث حققت معظم الشركات الدفاعية نمو في معدل

الربحية العائد على الملكية ومستوى مخاطر تذبذب أقل نسبياً من السوق، ويشكل قطاعاً "البنوك" و"المواد

الأساسية" الجزء الأكبر من الأرباح الإجمالية للسوق حيث شكل القطاعان مجتمعان أكثر من 65% من

إجمالي الأرباح الصافية للشركات السعودية سنوياً على مدى السبع سنوات الأخيرة من فترة الدراسة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

نمت الأرباح المجمعة لجميع الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي بين الفترة 2009 و2017 بنسبة تفوق 71% في حين لم يرتفع مؤشر السوق سوى بنسبة 18%. بالنظر للأسهم الدورية المدرجة في السوق السعودي نلاحظ نمو جيد في ربحيتها، فالقطاع البنكي ركز خلال السنوات السابقة على رفع الملاءة المالية وجذب الودائع وتجنيب المخصصات مما يدعم البنوك من ناحية جاهزية القطاع المصرفي في رفع نسبة الإقراض للودائع، وتأتي هذه النتائج خلال مرحلة إنتقالية تشهدا المملكة في ظل تطبيق "رؤية المملكة 2030" وبرنامج التحول الوطني الذي يهدف إلى رفع كفاءة الإنفاق وتحقيق التوازن المالي وذلك عن طريق عدة مبادرات أهمها تنويع مصادر دخل الدولة، توليد الوظائف وتخفيض نسبة البطالة، زيادة الإستثمارات المباشرة الخارجية بالمملكة وزيادة عدد الحجاج والمعتمرين [الإستثمار كإبتال؛ التقرير السنوي عن مؤشر سوق الأسهم السعودي، مارس 2018، ص: 02].

### الجدول رقم (3.4): تطور قيمة مؤشر السوق المالية السعودية (2007-2017)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قيمة المؤشر	11175.96	4802.99	6121.76	6620.75	6417.73	6801.22	8535.60	8333.30	6911.76	7210.43	7226.32

المصدر: - التقرير الإحصائي النصف الأول للسنوات 2007-2017.

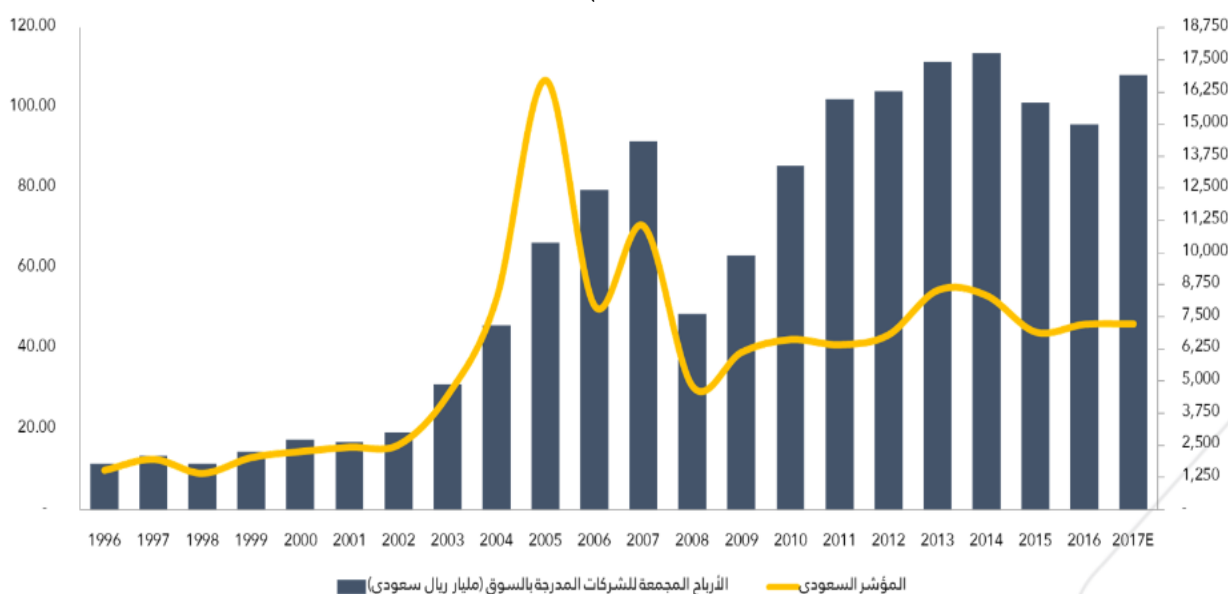
- التقرير الإحصائي السنوي للسنوات 2007-2017.

بلغ مؤشر السوق المالية السعودية أعلى قيمة له خلال فترة الدراسة سنة 2007 حيث بلغ 11175.96 نقطة، إلا أنه تراجع بنسبة أكثر من 57% سنة 2008، ليسجل أدنى قيمة حيث بلغت 4802.99 نقطة بسبب تداعيات أزمة الرهن العقاري، واستعاد بعد ذلك عافيته مع نهاية 2009، واستمر في التحسن حتى نهاية سنة 2010 مستفيدا من تحسن أسعار النفط، ليشهد بعد ذلك تراجعا طفيفا بسبب الأحداث السياسية في الدول العربية خلال سنة 2011 ما خلف أثرا سلبيا في نفوس المستثمرين، أما خلال سنة 2012 فقد شهد المؤشر تحسنا نتيجة إدراج شركات جديدة في السوق وتحسن مؤشرات ربحية عدد من الشركات القيادية، واستمر هذا التحسن خلال سنة 2013 وحتى منتصف الربع الثالث من سنة 2014، حيث تميزت هذه الفترة بارتفاع أسعار النفط إلى جانب تحسن الوضع السياسي في عدد من الدول العربية التي كانت تشهد حالة من عدم الإستقرار. كما ساهم في هذا التحسن صدور قرار السماح للمستثمر الأجنبي بالشراء المباشر للأسهم المدرجة في السوق المالية السعودية وفق ضوابط معينة ابتداء من منتصف سنة 2015. أما سنة 2015 فقد شهدت تراجع المؤشر العام للسوق بشكل كبير على الرغم من تنفيذ قرار السماح للمستثمر الأجنبي بالشراء المباشر للأسهم في السوق السعودية، وذلك نتيجة للإخفاض الكبير في أسعار النفط، إضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية وتخفيض سعر صرف اليوان الصيني المفاجئ وهو ما أثار حالة من الهلع والإرتباك بين أوساط المتعاملين وتراجع ثقتهم في السوق. وفي سنة 2016 سجل المؤشر تحسنا على إثر إتفاق

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

منتجي النفط الرئيسيين على تخفيض كميات الإنتاج وبالتالي إنحسار التذبذب في أسعار النفط العالمية واستقرارها عند مستويات مرتفعة نسبياً، واستمر هذا التحسن حتى نهاية سنة 2017 نتيجة نمو الأرباح المجمعة لجميع الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية. والشكل التالي يوضح ما سبق (تطور نمو المؤشر العام للسوق المالية السعودية).

### الشكل رقم (1.4): تطور المؤشر السعودي والأرباح المجمعة للشركات المدرجة بالسوق (1996-2017)



المصدر: الإستثمار كابيتال؛ التقرير السنوي عن مؤشر سوق الأسهم السعودي، مارس 2018، ص: 02.

### 2.2. أداء السوق المالية السعودية من خلال مؤشر صندوق النقد العربي (2007-2017)

يمكن متابعة تطور المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية من خلال الجدول التالي:

#### الجدول رقم (4.4): تطور مؤشر صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية (2007-2017)

السنة	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
القيمة	336.0	335.8	327.36	379.48	391.0	311.4	312.6	331.9	291.5	226.8	555.6

المصدر: صندوق النقد العربي؛ قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرات الفصلية للربع الرابع للسنوات: 2007-2017.

شهد المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية ارتفاعاً بنهاية سنة 2007 مقارنة بسنة 2006، أما سنة 2008 فقد انخفض المؤشر بنسبة 59.2% ليبلغ 226.8 نقطة مقارنة مع

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

555.6 نقطة نهاية 2007، وذلك نتيجة إنخفاض أسعار النفط وتباطؤ معدلات الناتج المحلي الإجمالي جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية. في حين شهد تحسنا نسبيا نهاية سنة 2009 واستمر بنحو متقارب نسبيا حتى سنة 2014. أما مع نهاية سنة 2014 وخلال سنة 2015 فقد انخفض هذا المؤشر انعكاسا للتراجع الحاد في أسعار النفط العالمية والتي بلغت ما دون 40 دولارا للبرميل، إضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية وقرار البنك الشعبي الصيني المفاجئ حول تخفيض سعر صرف اليوان الصيني، وتأثيراتها على الأسواق المالية بشكل عام والناشئة بشكل خاص. وخلال سنة 2016 شهد المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية تحسنا نسبيا واستمر ذلك حتى سنة 2017. يلاحظ مما سبق أن المؤشر الذي يحتسبه صندوق النقد العربي للسوق المالية السعودية يتوافق في اتجاهه مع المؤشر العام للسوق المالية السعودية TASI.

### 3.2. إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عن طريق دراسة تطور مؤشرات السوق

لتحديد مدى تطور أسواق رؤوس الأموال وربطها بمختلف مؤشرات الإقتصاد اعتمد الإقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق رؤوس الأموال (رسملة السوق، وعدد الشركات المدرجة في السوق) وسيولة السوق (حجم التداول ومعدل الدوران) ومن شأن هذه المؤشرات أن تسهل فهم العلاقة بين تطور أسواق رؤوس الأموال وقرارات تمويل المشاريع الإستثمارية والنمو الإقتصادي. كما تسمح للإقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور هذه الأسواق بها.

#### 1.3.2. حجم السوق المالية السعودية

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور سوق رؤوس الأموال، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، أو بعدد الشركات المدرجة في السوق، ويمكن تفصيل ذلك على النحو التالي:

#### 1.1.3.2. حجم السوق المالية السعودية قياسا بمعدل رسملة السوق (القيمة السوقية)

لتحديد أهمية سوق رؤوس الأموال في الإقتصاد يتم الربط بين رسملة السوق والناتج المحلي الإجمالي لمؤشر النشاط الإقتصادي على المستوى المحلي. ويفسر درجة إعتما القطاع المالي على البنوك أو على أسواق رؤوس الأموال في تمويل العمليات الإقتصادية، ويدرس بشكل خاص قدرة الإقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق سوق رؤوس الأموال، لأنه بكل بساطة يعني أن السوق مرتبط إيجابيا بالقدرة على تعبئة رؤوس الأموال والتنويع والمخاطرة.

يقصد برسملة السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، أي قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق رؤوس الأموال تبعا لسعر السوق [الدعوي، 2010، ص: 177].

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

يحسب معدل رسملة السوق النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول (المدرجة في السوق) إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

$$MCR = CM/GDP$$

حيث: **MCR**: معدل رسملة السوق.

**CM**: رسملة السوق (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق).

**GDP**: الناتج المحلي الإجمالي.

يوضح الجدول التالي الإتجاه التصاعدي لتطور مؤشرات نمو السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة:

### الجدول رقم (5.4): تطور مؤشرات نمو السوق المالية السعودية (2007-2017)

(العملة: الريال السعودي)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي	رسملة السوق (القيمة السوقية)	معدل رسملة السوق %	قيمة الأسهم المتداولة	معدل التداول %	معدل الشركات المدرجة
2007	1,558,827,000,000	1,946,347,190,000	124.86	2,557,710,000,000	164.08	131.41
2008	1,949,238,000,000	924,528,330,000	47.43	1,962,950,000,000	100.7	212.32
2009	1,609,117,000,000	1,195,506,290,000	74.30	1,264,010,000,000	78.55	105.73
2010	1,980,777,000,000	1,325,391,970,000	66.91	759,180,000,000	38.33	57.27
2011	2,517,145,650,400	1,270,842,700,000	50.49	1,098,840,000,000	43.65	86.47
2012	2,759,905,662,600	1,400,342,020,000	50.74	1,929,320,000,000	69.91	137.77
2013	2,799,926,727,800	1,752,855,360,000	62.60	1,369,670,000,000	48.92	78.14
2014	2,836,313,802,500	1,812,890,950,000	63.92	2,146,510,000,000	75.68	118.40
2015	2,444,090,000,000	1,579,059,460,000	64.60	1,660,620,000,000	67.94	105.17
2016	2,424,143,927,100	1,681,949,550,000	69.38	688,190,000,000	28.39	40.92
2017	2,575,269,000,000	1,689,603,000,000	65.61	836,280,000,000	32.47	49.50

\*الناتج المحلي الإجمالي (بأسعار السوق الجارية بالعملة المحلية).

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- التقرير الإحصائي السنوي، مؤسسة النقد العربي السعودي (2007-2017).

- التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي، (2007-2016).

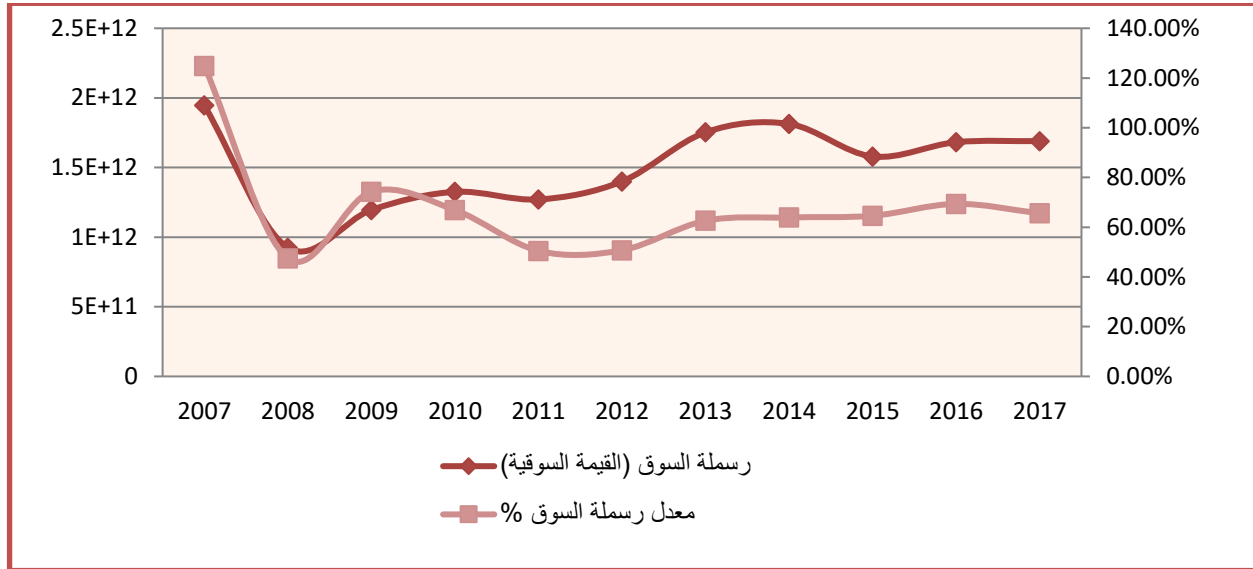
- مؤسسة النقد العربي السعودي، الإحصائيات السنوية 2017.

يوضح الشكل التالي مقارنة الإتجاه التصاعدي للقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية

السعودية وتطور معدل رسملة السوق خلال فترة الدراسة:

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل رقم (2.4): تطور معدل رسملة السوق المالية السعودية (2007-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الجدول رقم (5.4).

تعتبر القيمة السوقية مؤشراً جيداً لقياس سيولة سوق رؤوس الأموال عند أخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد وهي تعكس مدى إسهام السوق في الناتج المحلي الإجمالي من خلال قيمتها السوقية فكلما ارتفعت النسبة دل ذلك على سيولة أعلى يتمتع بها السوق [حسن المولى، 2011، ص: 121]. ويوضح الجدول والشكل السابقين الإتجاه التصاعدي للقيمة السوقية في السوق المالية السعودية، وتشير البيانات إجمالاً إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وزيادة المشاريع الإستثمارية وارتفاع حجم الإصدارات الجديدة، مع وجود تراجع في قيمة هذا المؤشر سنة 2008 بحوالي 52.49% مقارنة بسنة 2007، وفي سنة 2011 بحوالي 4.11% مقارنة بسنة 2010، وفي سنة 2015 بحوالي 12.89%، وهذا راجع إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية نتيجة للظروف السائدة خلال كل فترة والسابق ذكرها في عنصر المؤشر العام للسوق.

يدل ارتفاع معدل رسملة السوق المالية السعودية على اتساع السوق وكبر حجم الأوراق المالية المتداولة فيه، حيث بلغت رسملة السوق المالية السعودية سنة 2007 حوالي 1,946,347.19 مليون ريال سعودي بمعدل رسملة وصل إلى 124.86% ثم تراجع سنة 2008 إلى 47.43% بانخفاض قدره 77.43% أي أن رسملة السوق (القيمة السوقية) تراجعت بشكل كبير خلال سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية التي مست جميع أنحاء العالم، ليعود معدل رسملة السوق إلى الإرتفاع من جديد سنة 2009 حيث بلغ

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

74.30%. وتشير البيانات إجمالاً إلى ارتفاع معدلات رسمة السوق المالية السعودية مقارنة بنظيراتها في باقي الدول العربية، إلا أن السوق المالية السعودية لم تحقق بعد معدلات رسمة قريبة مما كانت عليه قبل الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري).

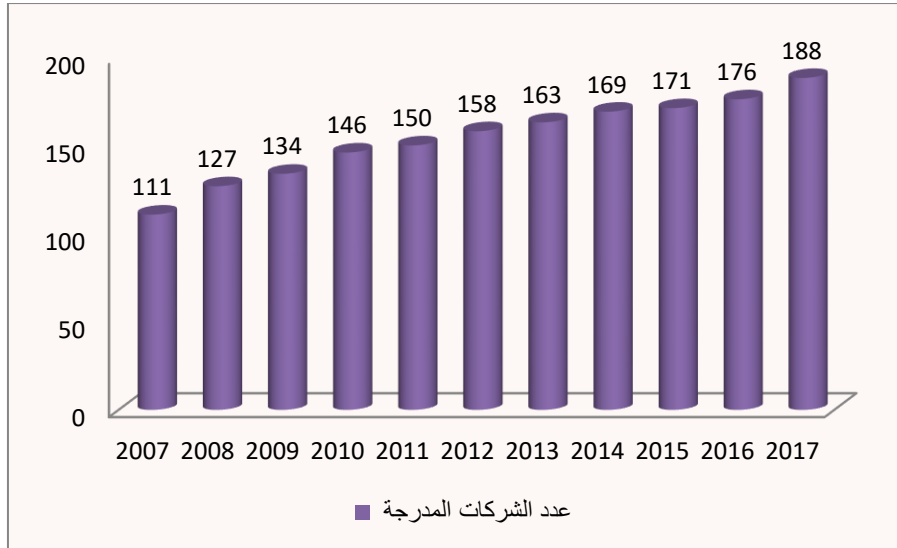
يوضح الشكل السابق أيضاً تطور معدل رسمة السوق مقارنة بالقيمة السوقية للسوق خلال فترة الدراسة حيث نلاحظ إنخفاض معدل الرسمة مقارنة بالقيمة السوقية ابتداءً من النصف الثاني لسنة 2009 إلى غاية نهاية سنة 2017، ويفسر معدل رسمة السوق درجة اعتماد القطاع المالي في المملكة السعودية على البنوك أو على أسواق رؤوس الأموال في تمويل العمليات الإقتصادية.

### 2.1.3.2. حجم السوق المالية السعودية قياساً بعدد الشركات المدرجة

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق رؤوس الأموال إلى اتساع حجم السوق وتوسيع القاعدة الاستثمارية له وإحداث نوع من التعامل النشط على الأوراق المالية المتداولة نظراً للتوافر والتنوع النسبي للفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة من شأنه أن يزيد من كفاءة السوق في حين أن انخفاض عدد الشركات المدرجة أو نمو عددها بمعدل سلبي يؤدي إلى محدودية السوق وإمكانية حدوث اختلال في التوازن بين العرض والطلب بالإضافة إلى إمكانية حدوث تغيرات كبيرة في الأسعار وهذا ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق [بوظاعة وبوراس، 2016، ص: 365].

يوضح الشكل التالي تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (3.4): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2007-2017)

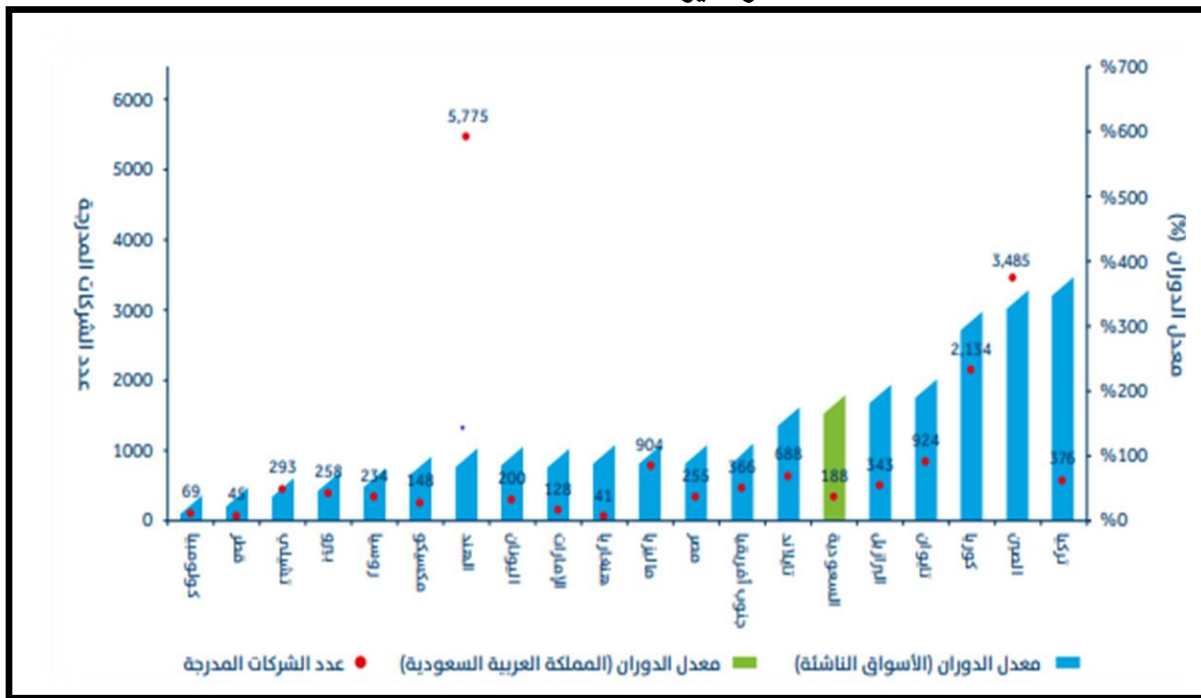


المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الجدول رقم (5.4)

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

يتبين من خلال الشكل السابق ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة لتبلغ 188 شركة سنة 2017 بعد أن كانت لا تتجاوز 111 سنة 2007، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة اتساع حجم السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدتها الإستثمارية نتيجة تحسن البيئة الإستثمارية للمملكة السعودية وارتفاع فرص الربح بها، وهذا ما يؤثر إيجابيا على درجة كفاءتها. وبإجراء مقارنة ما بين السوق المالية السعودية والأسواق الناشئة من حيث عدد الشركات المدرجة يتبين لنا أن السوق المالية السعودية مازالت بعيدة عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة، والذي هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (4.4): مقارنة السوق المالية السعودية مع الأسواق الناشئة من حيث عدد الشركات المدرجة والسيولة لسنة 2017



المصدر: التقرير السنوي للسوق المالية السعودية "تداول" 2017، على الموقع: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com)، ص: 22.

يتبين من خلال الشكل السابق أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية قليل مقارنة بغالبية الأسواق الناشئة، إلا أنه لا يمكن الإعتماد على عدد الشركات المدرجة في السوق كمييار وحيد لتحديد حجم السوق، فقد تملك شركة واحدة في سوق معين أسهما بقيم كبيرة تفوق ما تملكه مجموعة من الشركات في أسواق أخرى. لذلك فإنه عند الإعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الإعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في السوق.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 2.3.2. سيولة السوق المالية السعودية

تعتبر سيولة سوق رؤوس الأموال عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعا أو شراء، وتعتبر مؤشرا هاما لإجراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في السوق، وتسمح سيولة السوق بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أموالهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات المحافظ المالية لديهم.

يكون في وسع الشركات في حالة سيولة السوق رفع رأسمالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الإستثمارات المنتجة، مما ينعكس على الإيجاب بالتخصيص الأمثل للموارد. يتم حساب سيولة السوق عن طريق المؤشرات التالية: معدل التداول، معدل الدوران ومؤشر تقلب أسعار الأوراق المالية والذي يقدم درجة تأثر أسعار الأوراق المالية بالتغيرات الحاصلة.

### 1.2.3.2. مؤشر معدل التداول

يعتبر مؤشر معدل التداول من أهم المؤشرات تعبيرا عن سيولة السوق. ويمثل معدل التداول قيمة ما يتم تداوله من الأوراق المالية في سوق رؤوس الأموال وبمختلف الأسعار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة زمنية معينة. ويحسب حسب الصيغة التالية [مباركي، 2003-2004، ص: 31]:

$$VTR=VT/GDP$$

حيث: VTR: معدل التداول

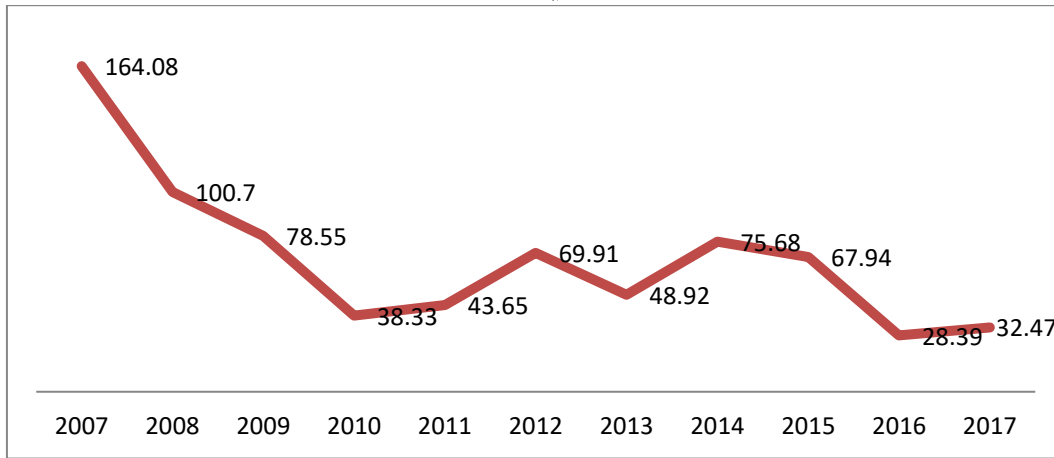
VT: قيمة الأوراق المالية المتداولة

GDP: الناتج المحلي الإجمالي

والشكل الآتي يوضح تطور معدل التداول في السوق المالي السعودية خلال فترة الدراسة:

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل رقم (5.4): تطور معدل التداول في السوق المالية السعودية (2007-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الجدول رقم (5.4)

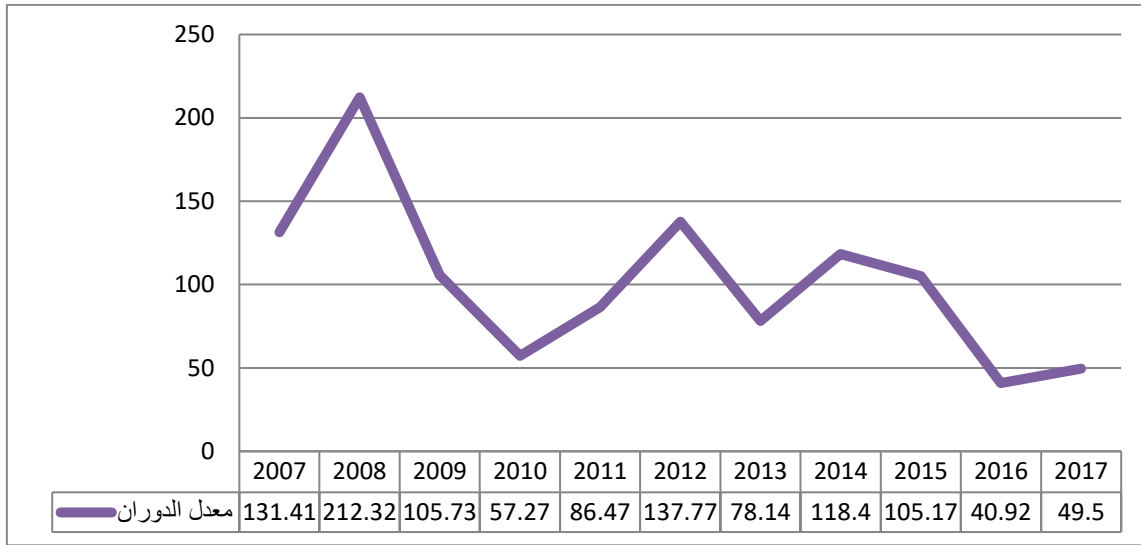
يلاحظ من خلال الشكل حدوث إنخفاضات متتالية في معدل التداول في السوق المالية السعودية بداية من سنة 2008 وحتى سنة 2010، وهذا راجع إلى أن معدل نمو قيمة الأوراق المالية المتداولة أقل من معدل نمو القيمة السوقية وهو ما يشير إلى إنخفاض مؤشر السيولة في السوق المالية السعودية خلال هذه الفترة. ليعود معدل التداول للتحسن في سنوات 2011، 2012، 2014 و2016 والذي يقابله نمو القيمة المتداولة في السوق. إلا أنه إجمالاً يمكن القول بأن السوق المالية السعودية تتميز بانخفاض مؤشر السيولة وهو ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق.

### 2.2.3.2. مؤشر معدل دوران السهم

يمثل مؤشر معدل دوران السهم قيمة الأسهم المتداولة خلال مدة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة. ويقاس هذا المؤشر سيولة السوق، كما يشير إلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة مقسومة على القيمة السوقية، فإذا ما ارتفعت قيم الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضمت قيمة هذا المؤشر ليدل بدوره على ارتفاع درجة سيولة السوق مما يحسن من درجة كفاءته [حسن المولى، 2011، ص: 122]. والشكل التالي يوضح تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة:

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل رقم (6.4): تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالية السعودية (2007-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الجدول رقم (5.4)

يلاحظ من خلال الشكل أن معدل الدوران في السوق المالية السعودية في بداية فترة الدراسة كان بنسبة 131.4% سنة 2007 وارتفع إلى 212.3% سنة 2008، إلا أنه تراجع سنة 2009 واستمر حتى سنة 2017 حيث وصلت نسبة معدل الدوران إلى 49.5% أي بمعدل نمو سلبي. وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات يتضح وجود مؤشرات إيجابية للسوق المالية السعودية بالنسبة لتطور مؤشر القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في السوق، إلا أن حجم السوق لا يزال صغيرا مقارنة بالأسواق العالمية من حيث السيولة، حيث تتسم سيولة السوق بانخفاض حجم ومعدل التداول ومعدل الدوران خلال فترة الدراسة وهذا ما يؤثر سلبا على درجة كفاءة السوق المالية السعودية.

### 4.2. تحليل مؤشرات تخصيص الإستثمارات في السوق المالية السعودية (2007-2017)

توجه أسواق رؤوس الأموال الكفؤة الإستثمارات نحو الشركات والقطاعات التي تتميز بارتفاع مستويات العائد وانخفاض مستوى المخاطر، حيث ينتج عن التوجيه الجيد للموارد المالية تحسن في أداء الشركات التي تنتمي إلى هذه القطاعات وارتفاع في قيمتها الاقتصادية واكتسابها لمزيد من الثقة والدعم من طرف المستثمرين وهذا ما يسمح على المدى الطويل بظهور استمرارية في التخصيص الأمثل والمتواصل للإستثمارات في هذه القطاعات ذات الميزة النسبية، كما يتوقع أن تتحسن كفاءة سوق رؤوس الأموال في تخصيص وتوجيه الإستثمارات كلما توافرت المعلومات عن الإستثمارات المتاحة في السوق مما يسهل عملية اتخاذ القرار الإستثماري في ظل قدرة المستثمرين على تحديد العائد والمخاطر بكفاءة عالية وتوافر أسعار عادلة وحقيقية للأصول المالية المتداولة في السوق، وسنحاول استكشاف مدى كفاءة السوق المالية السعودية

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

في تخصيص وتوجيه الاستثمارات من خلال تحليل بعض المؤشرات والمتمثلة في مؤشر الرسملة السوقية وحجم التداول للقطاعات وتطور القوة النسبية لمؤشر القطاعات خلال الفترة (2007-2017).

يبين الجدول التالي الرسملة السوقية في السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة. ونشير هنا إلى أنه واعتباراً من سنة 2008 أصبح عدد القطاعات 15 قطاعاً بدلاً من 8 ومؤشرات السوق 16 مؤشراً بدلاً من 9 مؤشرات، وتحسب على أساس الأسهم المتاحة والقابلة للتداول فقط. وابتداءً من سنة 2016 أصبح عدد القطاعات 20 قطاعاً وبالتالي 21 مؤشراً في السوق.

الجدول رقم (6.4): تطور نسبة (%) الرسملة السوقية لقطاعات السوق المالية السعودية (2007-2016)

القطاعات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المصارف والخدمات المالية	30.00	31.1	27.7	26.6	24.3	22.0	21.7	28.3	27.5	25.6
الصناعات البتروكيماوية	38.80	25.6	34.1	37.2	36.8	31.4	31.6	23.4	21.7	24.7
الإسمنت	3.9	3.5	3.6	3.3	4.7	5.4	5.2	5.0	3.8	3.5
التجزئة	-	1.1	1.2	1.2	1.8	2.2	2.9	4.2	4.0	3.6
الطاقة والمرافق الخدمية	14.8	4.3	4.1	4.5	4.7	4.1	3.6	3.6	4.3	5.7
الزراعة والصناعات الغذائية	0.5	3.7	3.6	4.0	4.2	4.8	5.4	6.8	6.5	6.0
الإتصالات وتقنية المعلومات	10.5	14.6	11.2	10.3	9.0	10.9	10.7	9.7	10.4	10.0
التأمين	1.6	1.2	2.0	1.7	2.0	2.8	2.1	2.2	2.6	2.6
شركة الإستثمار المتعدد	-	3.6	2.9	2.6	3.0	5.9	5.6	4.1	4.1	3.0
الإستثمار الصناعي	-	2.5	2.7	2.9	3.3	3.6	3.2	3.2	3.7	3.7
التشييد والبناء	-	2.4	1.9	1.7	1.8	1.4	1.6	1.5	1.2	1.1
التطوير العقاري	-	5.1	4.0	3.2	3.4	3.9	4.5	5.5	6.4	7.5
النقل	-	0.8	0.7	0.6	0.5	0.8	0.9	1.1	2.1	2.0
الإعلام والنشر	-	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	0.4	0.2
الفنادق والسياحة	-	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	1.0	1.3	1.3	0.7
الصناديق العقارية المتداولة	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي (44-53).

تظهر بيانات الجدول السابق أن قطاعي المصارف والخدمات المالية والصناعات البتروكيماوية يتناوبان على المرتبة الأولى في الرسملة السوقية بنسب تتراوح ما بين 21.7 و38.8% من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق خلال الفترة (2007-2016)، يليهما في المرتبة الثالثة قطاع الإتصالات وتقنية المعلومات بنسبة تتراوح ما بين 9 و14.6% خلال فترة الدراسة، ويدل هذا على سيطرة هذه القطاعات

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الثلاثة على ما يفوق 60% من إجمالي الرسملة السوقية والذي يثبت تميز هذه القطاعات الثلاثة من ناحية تخصيص وتوجيه الموارد المالية، بينما تمثل باقي القطاعات نسبا ضئيلة من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق والذي يدل على ضعف الإستثمار في هذه القطاعات على الرغم من أن بعض القطاعات تضم عددا كبيرا من الشركات مثل: قطاع التأمين (35 شركة) وهو القطاع الذي يضم أكبر عدد من الشركات، ولا يمثل إلا حوالي 2% من إجمالي رأس المال المستثمر في السوق المالية السعودية.

يبين الجدول الآتي تطور القوة النسبية (%) لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية:

الجدول رقم (7.4): تطور القوة النسبية (%) لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية (2007-2016)

2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	القطاعات
19.00	17.79	13.03	9.69	8.45	6.96	13.00	11.82	10.65	4.42	المصارف والخدمات المالية
18.50	16.28	15.49	14.33	16.12	29.97	37.84	23.73	17.87	-	الصناعات البتروكيماوية
2.80	2.83	3.67	6.27	3.63	3.00	1.96	0.99	1.36	1.47	الإسمنت
5.60	4.60	6.04	7.18	2.52	2.66	2.34	4.37	1.69	-	التجزئة
1.00	0.84	0.76	0.70	0.94	1.21	1.82	0.65	0.6	-	الطاقة والمرافق الخدمية
5.80	4.95	7.99	6.81	6.36	9.85	5.42	7.45	2.95	-	الزراعة والصناعات الغذائية
2.7	5.27	6.91	6.57	10.09	4.96	4.63	5.92	7.85	1.49	الإتصالات وتقنية المعلومات
13.80	12.68	14.86	19.48	23.37	17.97	11.90	15.91	7.80	7.62	التأمين
1.40	2.02	2.93	2.46	4.50	4.92	3.64	4.47	1.84	-	شركة الإستثمار المتعدد
5.80	8.59	7.58	5.83	4.30	5.91	6.76	7.90	6.52	-	الإستثمار الصناعي
4.40	5.21	6.12	3.99	4.68	5.00	4.60	6.83	4.91	-	التشييد والبناء
9.40	11.29	9.24	10.80	10.96	4.28	4.22	5.23	4.23	-	التطوير العقاري
3.70	4.35	2.24	2.44	2.36	1.76	1.10	2.40	2.36	-	النقل
3.00	1.54	0.86	0.97	0.69	0.88	0.26	0.90	0.34	-	الإعلام والنشر
3.10	1.82	2.20	2.43	0.97	0.85	0.45	1.42	0.29	-	الفنادق والسياحة
0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	الصناديق العقارية المتداولة

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- قائمة الإحصاءات السنوية 2017، السوق المالية السعودية من الموقع؛ <http://www.sama.gov.sa/ar>

sa/EconomicReports، تاريخ التصفح: 2018/08/17.

- مؤسسة النقد العربي السعودي: التقرير السنوي 53.

تظهر بيانات الجدول السابق أن هنالك تباينا في قطاعات السوق من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال سنوات فترة الدراسة. ويلاحظ بصفة عامة تفوق قطاع الصناعات البتروكيماوية على باقي قطاعات السوق

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2012 و2013، حيث كانت فيهما المرتبة الأولى من نصيب قطاع التأمين، وسنتي 2015 و2016 اللتان كانت المرتبة الأولى فيهما من نصيب قطاع المصارف والخدمات المالية. وعليه يمكن القول أن هذه القطاعات الثلاثة (قطاع الصناعات البتروكيمياوية، المصارف والخدمات المالية والتأمين) هي الأكثر نشاطاً في السوق المالية السعودية من حيث قيمة الأسهم المتداولة. ثم يظهر قطاع التطوير العقاري في المرتبة الرابعة تقريباً خلال فترة (2007-2016) بنسبة تتراوح ما بين 4.22 و11.29%، ثم قطاع الإستثمار الصناعي بنسبة تتراوح ما بين 4.30 و8.59%. كما يلاحظ تحسن في كل من قطاع التجزئة الذي ارتفعت فيه نسبة التداول من 1.69% سنة 2008 إلى 6.40% سنة 2014، وقطاع الإتصالات وتقنية المعلومات من 1.49% سنة 2007 إلى 5.27% سنة 2015. ويلاحظ من الجدول سيطرة قطاع الصناعات البتروكيمياوية وقطاع التأمين وقطاع المصارف والخدمات المالية على أكثر من 51% من إجمالي حجم التداول للأسهم المدرجة في السوق المالي السعودية لسنة 2016، ومن تحليل المعطيات السابقة نستنتج أن فرص التنوع في محفظة الأسهم تتركز بشكل كبير في قطاعات الصناعات البتروكيمياوية، قطاع التأمين وقطاع المصارف والخدمات المالية، والذي لا يعني بالضرورة أن كل المحافظ الإستثمارية في هذه القطاعات الثلاثة هي محافظ تتميز بالكفاءة، فكما لاحظنا انخفاض حجم التداول في قطاع الإتصالات وتقنية المعلومات حيث يمثل ما تتراوح نسبته ما بين حوالي 5 و7% من إجمالي حجم التداول في السوق المالية السعودية إلا أنه يستحوذ على حوالي 10% من إجمالي الرسلة السوقية للسوق ويحتل المرتبة الثالثة في السوق من حيث ذلك، بالإضافة إلى ارتفاع حجم التداول في قطاع التأمين الذي تصدر المراتب الأولى بالرغم من أنه لا يمثل سوى حوالي 2% من إجمالي الرسلة السوقية. ويمكن إرجاع التباين في قطاعات السوق بالنسبة لتخصيص الموارد المالية (الإستثمارات) إلى عمليات الإحلال المستمرة للأصول المالية المكونة للمحافظ الإستثمارية بفضل تحسن ربحية بعض القطاعات أو دخول بعض الشركات الجديدة إلى السوق وارتفاع عمليات المضاربة العشوائية على أسهم بعض الشركات مثل شركات قطاع التأمين.

يبين الجدول الآتي القوة النسبية لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية لسنة 2017، بإعتبار أنه تم تغيير أسماء معظم قطاعات السوق وعدد الشركات المدرجة فيها.

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الجدول رقم (8.4): تطور القوة النسبية (%) لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية (2017)

2017	القطاعات
2.28	الطاقة
22.88	المواد الأساسية
3.76	السلع الرأسمالية
1.08	الخدمات التجارية والمهنية
1.60	النقل
1.19	السلع طويلة الأجل
3.07	الخدمات الإستهلاكية
1.68	الإعلام
1.89	تجزئة السلع الكمالية
1.08	تجزئة الأغذية
4.41	إنتاج الأغذية
1.27	الرعاية الصحية
0.15	الأدوية
23.30	البنوك
0.87	الإستثمار والتمويل
11.84	التأمين
2.29	الإتصالات
1.37	المرافق العامة
3.34	الصناديق العقارية المتداولة
10.66	إدارة وتطوير العقارات

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- قائمة الإحصاءات السنوية 2017، السوق المالية السعودية من الرابط: <http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports>، تاريخ التصفح: 2018/08/17.

يلاحظ من بيانات الجدول تصدر قطاع البنوك المرتبة الأولى خلال سنة 2017 من حيث قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 23.30% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، فيما يحتل قطاع المواد الأساسية المرتبة الثانية بنسبة 22.88% وقطاع التأمين المرتبة الثالثة بنسبة 11.84% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. في حين تتوزع النسبة الباقية على باقي قطاعات السوق.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

يبين الجدول الآتي تطور القوة النسبية (%) لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2015:

الجدول رقم (9.4): تطور القوة النسبية (%) لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالية السعودية (2008-2015)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	القطاعات
225.51	219.77	209.31	215.33	227.21	252.34	256.04	283.07	277.31	المصارف والخدمات المالية
61.85	70.29	88.40	86.11	97.12	98.45	88.16	66.02	-	الصناعات البتروكيمياوية
65.72	82.23	82.28	89.15	83.15	59.27	63.98	63.61	64.85	الإسمنت
181.57	186.22	137.06	110.36	100.89	74.38	71.67	77.72	-	التجزئة
82.83	67.78	62.78	73.08	77.54	75.78	68.78	71.10	-	الطاقة والمرافق الخدمية
132.03	140.04	107.71	96.90	90.57	84.90	81.85	80.38	-	الزراعة والصناعات الغذائية
23.45	23.31	31.13	31.83	26.00	29.01	29.26	34.28	30.10	الإتصالات وتقنية المعلومات
18.00	15.31	14.14	20.02	15.53	13.77	17.64	12.96	21.33	التأمين
47.75	44.15	50.97	54.36	42.95	34.50	39.91	53.15	-	شركة الإستثمار المتعدد
92.99	79.11	83.05	92.85	85.95	76.57	76.90	68.49	-	الإستثمار الصناعي
33.25	39.63	41.04	41.46	50.86	50.17	61.26	81.62	-	التشييد والبناء
86.26	70.99	55.80	49.17	42.15	41.66	53.30	66.92	-	التطوير العقاري
112.60	86.91	75.88	71.54	44.91	48.30	55.50	61.42	-	النقل
50.10	26.41	32.05	42.78	33.49	22.10	30.94	37.14	-	الإعلام والنشر
243.16	237.24	189.49	106.65	93.58	73.73	96.36	83.01	-	الفنادق والسياحة

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- قائمة الإحصاءات السنوية 2017، السوق المالية السعودية من الموقع؛ <http://www.sama.gov.sa/ar>

sa/EconomicReports، تاريخ التصفح: 2018/08/17.

يلاحظ من خلال الجدول السابق أن قطاع المصارف والخدمات المالية يعتبر أهم قطاع في السوق المالية السعودية لأن مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له أكبر من ضعف قيمة المؤشر العام للسوق في جميع سنوات فترة الدراسة، ويدل هذا على تمتع هذا القطاع بعائد رأسمالي كبير جداً، حيث ترتفع أسعار أسهمه بشكل كبير عندما يكون السوق تصاعدياً، وتنخفض بشكل ضعيف عندما يكون السوق نزولياً. كما يلاحظ من خلال الجدول تحسن القوة النسبية لبعض القطاعات بشكل كبير. فبعد أن كانت قيمة مؤشر قطاع التجزئة خلال سنة 2008 تمثل حوالي 77.72% من قيمة المؤشر العام للسوق، أصبحت مساوية لها سنة 2011، وهذا يعني تحقيق هذا القطاع لعائد رأسمالي مساو لعائد السوق، وليصبح ابتداء من سنة 2011 أكبر من المؤشر العام للسوق وبالتالي تحقيق عوائد رأسمالية تفوق عوائد السوق. وقطاع الزراعة والصناعات

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الغذائية شهد هو الآخر تحسنا حيث أصبح مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له يفوق المؤشر العام للسوق بداية من سنة 2013. كما تحسنت القوة النسبية لقطاع النقل أيضا، حيث أصبح مؤشر أسهم الشركات المكونة له أكبر من المؤشر العام للسوق بداية من سنة 2015. كما تحسنت كذلك القوة النسبية لقطاع الفنادق والسياحة حيث أصبح مؤشر أسعار أسهم الشركات المكونة له أكبر من المؤشر العام للسوق بداية من سنة 2012. في حين سجلت باقي القطاعات الأخرى مؤشرات لأسعار الأسهم المكونة لها قima أقل من المؤشر العام للسوق، والذي يعني تحقيقها لعوائد رأسمالية أقل من عائد السوق خلال سنوات فترة الدراسة. وتجدر الإشارة إلى التدهور الحاصل في القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم لكل من قطاع التشييد والبناء، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، وقطاع التأمين خلال سنوات فترة الدراسة والذي جاء كنتيجة لانخفاض الطلب على الأصول المالية المكونة لهما، وتحول جزء من الموارد المالية للمستثمرين فيها للاستثمار في القطاعات الأخرى التي تميزت بارتفاع وتحسن قوتها النسبية، ويعتبر قطاع التأمين أضعف القطاعات من حيث العائد في السوق لانخفاض القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم للشركات المكونة له خلال جميع سنوات فترة الدراسة، في حين سجلت القطاعات الأخرى تذبذبا في قوتها النسبية من سنة إلى أخرى. وإجمالا يمكن القول أنه توجد خمسة قطاعات وهي المصارف والخدمات المالية، الفنادق والسياحة، التجزئة، الزراعة والصناعات الغذائية، والنقل الأكثر تميزا في السوق المالية السعودية من حيث العائد بسبب ارتفاع الطلب على أسهمها وتوجه الموارد المالية نحو التمرکز فيها والذي ينعكس في شكل ارتفاع في القيم السوقية لها.

يبين الجدول الآتي القوة النسبية لقيمة الأسهم المتداولة لقطاعات السوق المالية السعودية لسنة 2016 و2017، بإعتبار أنه تم تغيير أسماء معظم قطاعات السوق وعدد الشركات المدرجة فيها.

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الجدول رقم (10.4): تطور القوة النسبية (%) لمؤشر أسعار الأسهم حسب القطاعات بالنسبة للمؤشر العام في السوق المالية السعودية (2016-2017)

2017	2016	القطاعات
59.23	69.03	الطاقة
69.94	69.11	المواد الأساسية
60.10	69.21	السلع الرأسمالية
58.21	69.96	الخدمات التجارية والمهنية
55.52	70.72	النقل
57.31	64.44	السلع طويلة الأجل
51.00	67.02	الخدمات الاستهلاكية
107.06	71.03	الإعلام
77.95	68.10	تجزئة السلع الكمالية
77.64	70.08	تجزئة الأغذية
67.78	67.99	إنتاج الأغذية
61.49	69.60	الرعاية الصحية
54.95	74.66	الأدوية
76.14	70.52	البنوك
55.77	69.17	الإستثمار والتمويل
65.38	68.13	التأمين
58.84	69.38	الإتصالات
63.12	67.41	المرافق العامة
64.12	69.35	الصناديق العقارية المتداولة
65.00	69.57	إدارة وتطوير العقارات

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

- قائمة الإحصاءات السنوية 2017، السوق المالية السعودية من الرابط: <http://www.sama.gov.sa/ar>

sa/EconomicReports، تاريخ التصفح: 2018/08/17.

يلاحظ من خلال الجدول السابق تصدر قطاع الأدوية المرتبة الأولى من حيث القوة النسبية لمؤشر أسعار الأسهم خلال سنة 2016 بنسبة 74.66% وقطاع الإعلام المرتبة الثانية خلال سنة 2016 والمرتبة الأولى خلال سنة 2017 بنسبة 71.03 و 107.06% على التوالي وهو ما يدل على نمو وتطور هذا القطاع، ثم يأتي في المرتبة الثالثة لسنة 2016 قطاع النقل بنسبة 70.72% ثم قطاع البنوك في المرتبة الرابعة بنسبة 70.52% في حين سجلت القطاعات الأخرى نسباً متقاربة تراوحت ما بين 64.44 و 70%

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

وهذا لسنة 2016. وتصدر المرتبة الثانية والثالثة لسنة 2017 قطاعي تجزئة السلع الكمالية وتجزئة الأغذية بنسبة 77.95 و 77.64% على الترتيب، ثم قطاع البنوك في المرتبة الرابعة بنسبة 76.14%، أما باقي قطاعات السوق فسجلت نسبة تتراوح ما بين 51.0 و 69.64%، وتجدر الإشارة إلى أن قطاع الأدوية سجل تراجعاً ملحوظاً خلال سنة 2017 والتي بلغت 54.95% بعد ما كانت 74.66% خلال سنة 2016. وتجدر الإشارة أنه خلال سنتي 2016 و 2017 وبعد التقسيم الجديد وإعادة التسمية لقطاعات السوق حققت كل القطاعات عائد رأسمالي أقل من عائد السوق باستثناء قطاع الإعلام الذي حقق عائد نسبته 107.06% من قيمة المؤشر العام للسوق سنة 2017.

### III. التحليل القياسي لنموذج كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف

تختبر هذه الدراسة كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف وفقاً لنموذج السير العشوائي، الذي اعتمده الإقتصادي الأمريكي فاما (Fama)، ولاختبار هذا المستوى من الكفاءة فقد وضح أن التغيرات في أسعار الأسهم يجب أن تكون مستقلة وموزعة توزيعاً طبيعياً (متماثلاً)، وبالتالي لا يمكن الإعتماد على المعلومات التاريخية أو اتجاه الأسعار للتنبؤ بالتحركات أو الأسعار المستقبلية، لانعدام الترابط الذاتي بين التغيرات السعرية المتتالية، لأن المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق في اللحظة (t) عادة ما تتسم بالعشوائية والإستقلالية عن المعلومات الواردة في اللحظة (t-1) والمستقبلية (t+1)، وتبعاً لذلك سيكون من الصعب التنبؤ بتوقيت ورود تلك المعلومات ومعرفة ماهيتها، مما يجعل الأسعار تتحرك عشوائياً وعندها ستتحقق كفاءة السوق عند المستوى الضعيف.

### 1.3 دراسة الإحصاءات الوصفية لبيانات السلسلة الزمنية اليومية للوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية (LOGTASI)

تتكون بيانات السلسلة الزمنية المستخدمة في الدراسة من الأسعار اليومية (سعر الإغلاق) للمؤشر العام للسوق المالية السعودية، وتبلغ عدد المشاهدات 2745 مشاهدة يومية ممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/31 باعتبار يومي الجمعة والسبت عطلة (05 مشاهدات في الأسبوع). والبيانات اليومية مأخوذة من موقع إتحاد البورصات العربية (<http://www.arab-exchanges.org>).

سنقوم بدراسة طبيعة السلسلة الزمنية باستخدام الإحصاء الوصفي والمتمثل في مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت والممثلة في الجدول الآتي:

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### الجدول رقم (11.4) الإحصاءات الوصفية لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية (LOGTASI)

التفطح	الإلتواء	الإنحراف	أقل قيمة	أعلى قيمة	الوسيط	المتوسط	مقاييس النزعة المركزية والتشتت القيمة
2.91	0.16	0.19	8.33	9.37	8.86	8.89	

المصدر: من إعداد الباحثة باستعمال مخرجات 9.0 views.

من خلال الجدول (11.4) نلاحظ أن متوسط السلسلة الزمنية للوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية التي تتكون من 2745 مشاهدة والممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/32 بلغ 8.89 وهو موجب مما يدل على نمو السلسلة عموماً خلال فترة الدراسة، ويقسم هذه السلسلة وسيط بلغ 8.86، أما درجة تشتت القيم حول وسطها فبينها الإنحراف المعياري الذي بلغ 0.19. كما يظهر لدينا إلتواء موجب بقيمة 0.16، وتفلطح موجب بقيمة 2.91. وقد بلغت أكبر نسبة نمو للسلسلة خلال فترة الدراسة متمثلة في أعلى قيمة "9.37" والتي صادفت 2008/1/12. أما أكبر إنخفاض عرفته السلسلة فتمثل في أقل قيمة "8.33" وكان يوم 2009/03/09.

### 2.3. دراسة استقرارية لوغاريتم السلسلة الزمنية اليومية لمؤشر السوق المالية السعودية (إختبارات جذر الوحدة)

تعتبر إستقرارية السلاسل الزمنية شرطاً جوهرياً للقيام بأي دراسة مالية، تكون السلسلة المالية مستقرة إذا تذبذبت حول وسط حسابي ثابت، مع تباين ليس له علاقة بالزمن.

إن السبب في وجود عدم الاستقرارية هو عامل الاتجاه العام والذي يعكس الظروف التي تؤثر على جميع مشاهدات السلسلة الزمنية، إما في نفس الاتجاه أو في اتجاهات مختلفة، فوجود اتجاه عام متزايد أو متناقص يجعل من الصعب الاعتماد على قيمة المتوسط في التنبؤ، لأنه في هذه الحالة يصبح لدينا قيمتين للمتوسط، قيمة للقيمة المرتفعة وقيمة للقيم المنخفضة، وبالتالي فالاعتماد على متوسط واحد للتعبير على جميع مشاهدات السلسلة غير صحيح، لأن متوسط القيم المرتفعة يختلف عن متوسط القيم المنخفضة، وهذا التغير للمتوسط من مجموعة لأخرى يضعف من قدرة المتوسط في التنبؤ.

نفس الأمر بالنسبة للتباين والذي يعبر على درجة عدم التأكد في التنبؤ، فاختلفه من مجموعة لأخرى ضمن نفس السلسلة يجعل متوسط القيم ذات التباين الأعلى أضعف من متوسط القيم ذات التباين الأقل في التنبؤ، ذلك أن درجة عدم التأكد في الحالة الأولى تكون أكبر منها في الحالة الثانية [بخالد، 2015، ص: 92].

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

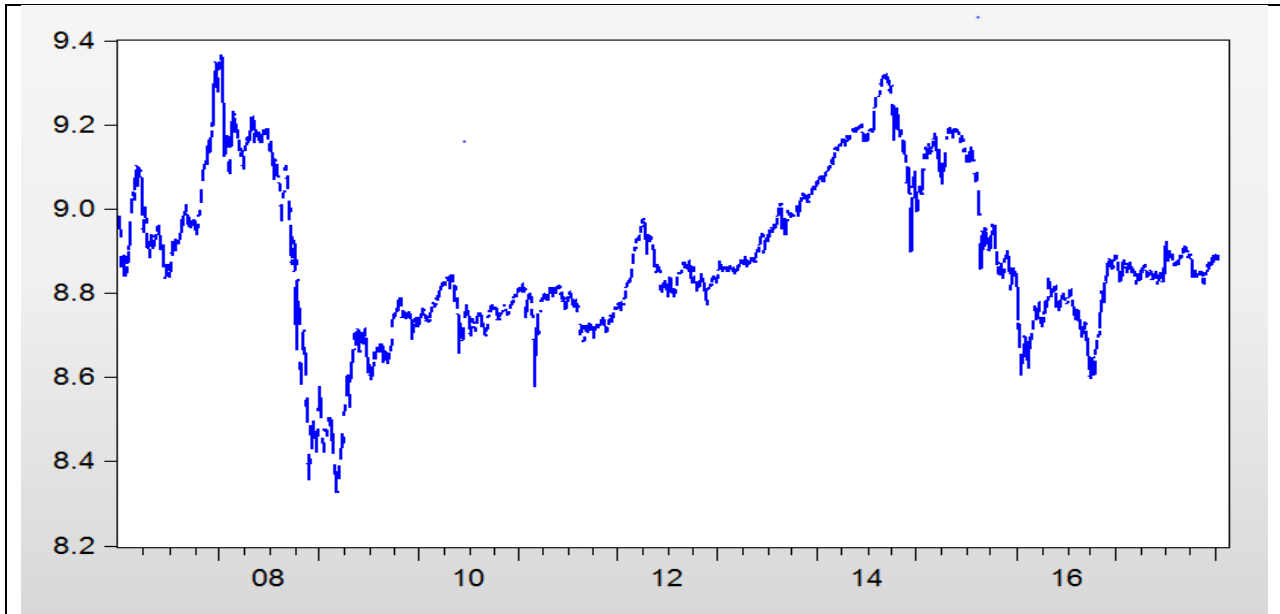
لاختبار الاستقرارية توجد عدة اختبارات إحصائية، يطلق عليها اختبارات الجذر الوجودي، حيث تساعدنا على كشف مركبة الاتجاه العام، بالإضافة إلى تحديد الطريقة المناسبة لجعل السلسلة مستقرة، وللقيام بذلك ينبغي التفريق بين نوعين من النماذج غير المستقرة [شيخي، 2011، ص: 206]:

✓ **النموذج (TS) Trend Stationary**: يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية تحديدية (deterministic)، ولجعله مستقر نقوم بتطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية، ذلك أن استخدام الفروقات يخلق اضطرابات اصطناعية في السلسلة.

✓ **النموذج (DS) Differency Stationary**: يبرز هذا النوع من النماذج عدم استقرارية عشوائية (Stochastic)، ولجعله مستقر نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى.

يمكننا من خلال تمثيل السلسلة الزمنية معرفة ما إذا كانت السلسلة مستقرة أو غير مستقرة، كما هو مبين في الشكل الآتي:

الشكل رقم (7.4): التمثيل البياني لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **9.0 eviews**.

نلاحظ مبدئياً من خلال الشكل (7.4) أن التمثيل البياني للسلسلة الزمنية اليومية للوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية في تطور مستمر، حيث مر بفترات انتعاش مثل: الربع الأول من سنة 2008، النصف الأول من سنة 2012 ومنتصف سنة 2014. كما نلاحظ بعض التذبذبات والمتعلقة بالأحداث السلبية والأزمات التي مر بها الإقتصاد السعودي والتي أثرت على أداء مؤشر السوق المالية السعودية، مثل: أواخر سنة 2008، الربع الأول من سنة 2009، الربع الأول من سنة 2011 وأواخر سنة 2014، حيث نلاحظ من خلال التمثيل البياني أيضاً أن السلسلة غير مستقرة، حيث تتميز بمجالات تدهور ونمو متباينة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

يعد الحكم على مدى إستقرارية السلسلة الزمنية بملاحظة التمثيل البياني غير كافي، حيث ينبغي القيام ببعض الإختبارات للتأكد من مدى إستقرارية سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية. للكشف على مدى إستقرارية السلسلة الزمنية يوجد عدة أدوات إحصائية للتأكد من مدى وجود جذر وحدوي، نذكر منها: إختبار ديكي فولر المطور، إختبار فيليبس وبيرون وإختبار Kpss. يتم الإختبار وفق الفرضيتين:

✓  $H_0$ : سلسلة العوائد اليومية لمؤشر السوق المالية السعودية تحتوي على جذر وحدوي خلال فترة الدراسة.

✓  $H_1$ : سلسلة العوائد اليومية لمؤشر السوق المالية السعودية لا تحتوي على جذر وحدوي خلال فترة الدراسة (السلسلة مستقرة).

### 1.2.3 دالة الإرتباط الذاتي والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

يعتبر إختبار الإرتباط الذاتي الأسلوب الأول لإختبار السير العشوائي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية والذي يستخدم لتحديد العلاقة بين قيم السلسلة في الفترة الحالية وقيمتها في الفترة السابقة. يهدف الإختبار إلى تحديد مدى إستقلالية قيم لوغاريتم المؤشر عن بعضها البعض من خلال إختبار مدى اختلاف معامل الإرتباط المتسلسل إحصائياً عن الصفر، فإذا كانت قيم السلسلة مرتبطة ذاتياً (معامل الإرتباط يختلف عن الصفر) فإنه مبدئياً يتم رفض تحقق فرضية السير العشوائي لقيم السلسلة. لإختبار هذه الفرضية تستخدم إحصائية (Q) Box-Ljung (Gupta and Basu, 2007). والشكل الآتي يوضح هذه العلاقة في سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل (8.4): دالتي الإرتباط الذاتي والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

Date: 10/09/18 Time: 06:08 Sample: 1/06/2007 12/31/2017 Included observations: 2745						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.997	0.997	2732.3	0.000
		2	0.994	-0.097	5447.0	0.000
		3	0.990	-0.031	8142.9	0.000
		4	0.986	-0.016	10819.0	0.000
		5	0.983	0.016	13477.0	0.000
		6	0.979	-0.025	16115.0	0.000
		7	0.975	0.028	18735.0	0.000
		8	0.972	0.024	21337.0	0.000
		9	0.969	0.017	23923.0	0.000
		10	0.965	-0.030	26490.0	0.000
		11	0.962	0.039	29042.0	0.000
		12	0.958	-0.069	31576.0	0.000
		13	0.955	-0.007	34091.0	0.000
		14	0.951	-0.050	36587.0	0.000
		15	0.947	-0.022	39062.0	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **9.0 eviews**.

بمشاهدة التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية كما يبينه الشكل رقم (8.4) نلاحظ أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 يختلف معنوياً عن الصفر، واختبار Ljung-Box (الاحصائية LB المحسوبة والموجودة في آخر قيمة في العمود Q-Stat) يؤكد ذلك حيث:  $LB = 39062$  (بدرجة تأخير قدرها  $h=15$ ) وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولية التي تساوي "25" عند مستوى معنوية 5%، وعليه نرفض الفرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ( $H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$ ) وبالتالي يمكن القول أن السلسلة غير مستقرة، أي أن سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية بها تشويش أبيض.

### 2.2.3 اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) Dicky-Fuller Augmente Test

يعمل إختبار ديكي فولر المطور والذي جاء على أنقاض إختبار ديكي فولر البسيط على إدراج فرضية احتمال إرتباط الأخطاء، والتي أهملها ديكي فولر البسيط، ويعتمد اختبار (ADF) في دراسة استقرارية سلسلة زمنية و لتكن  $Y_t$  على تقدير النماذج الثلاثة التالية [شيخي، 2011، ص: 210]:

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + \mu_t \dots \dots (1)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + c + \mu_t \dots \dots (2)$$

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + c + bt + \mu_t \dots \dots (3)$$

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

حيث يحدد مستوى التأخيرات  $p$  حسب اقل قيمة للمعايير (Schwarz (SC)، Akaike (AIC)، وHannan –Quinn (HQ).

**ملاحظة:** إن اختبار ADF يحمل نفس خصائص اختبار DF - هذا الأخير الذي يفترض أن الأخطاء غير مرتبطة فيما بينها بحيث يستخدم الفروق ذات الفجوة الزمنية  $\Delta \log Y_{t-j+1}$ ، حيث أن:  $\Delta \log Y_{t-1} = \log Y_{t-1} - \log Y_{t-2}$ ،  $\Delta \log Y_{t-2} = \log Y_{t-2} - \log Y_{t-3}$ ، ...، ويتم إدراج عدد من الفروق ذات الفجوة الزمنية حتى تختفي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها من خلال تقدير النماذج (3)، (2) و(1) لديكي فولر المطور (الملحق رقم 01).

**الجدول رقم(12.4): نتائج اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية**

الفرضية $H_0$ : السلسلة تحتوي على جذر أحادي.					
النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
(3)	الإتجاه العام $b=0$	0.34	-3.41	0.74	بما أن $p > 0.05$ (معامل الإتجاه العام غير معنوي)، أي أن $H_0$ مقبولة ومنه لا يوجد إتجاه عام للسلسلة، ومنه ننتقل مباشرة إلى النموذج (2).
	جذر الوحدة	-2.21	-3.41	0.48	
(2)	الثابت $c=0$	2.19	-2.86	0.029	بما أن $p < 0.05$ (الثابت معنوي)، أي أن $H_0$ مرفوضة، حيث أن الثابت معنوي ( $C \neq 0$ )، ومنه ننتقل مباشر إلى النموذج (1).
	جذر الوحدة	-2.19	-2.86	0.021	
(1)	جذر الوحدة	-0.13	-1.94	0.64	بما أن $p > 0.05$ فإن الفرضية الصفرية مقبولة أي أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات **eviews 9.0**.

القيم الحرجة لديكي فولر مستخرجة من جدول: (1996) MacKinnon.

نلاحظ من خلال الجدول (12.4) نتائج إختبار ديكي فولر المطور أن الإحصائيات المحسوبة والتي تساوي " -0.13 " أكبر من القيم الحرجة لتوزيع MacKinnon (بالقيمة المطلقة القيم المحسوبة أقل تماما من القيم الحرجة) " -1.94 " عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما تؤكد نسبة الإحتمال التي تساوي "0.64" وهي أكبر تماما من "0.05"، وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية وهي فرضية جذر الوحدة أي أن سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية غير مستقرة.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3.2.3. إختبار فيليبس وبيرون "Phillips and Perron" (PP)

يتم استخدام إختبار فيليبس وبيرون للكشف عن مدى وجود جذر وحدوي في السلسلة الزمنية، وهو يختلف عن إختبار (ADF) في أخذه بعين الإعتبار الأخطاء ذات التباينات غير المتجانسة عن طريق تصحيح غير معلمي لإحصائية ديكي فولر، حيث قام كل من فيليبس وبيرون (1988) بتقدير التباين الطويل الأجل والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج القاعدية لديكي فولر.

وفقا لإختبار (PP)، يتم مقارنة القيم المقدرّة مع القيم الجدولية بنفس طريقة (ADF)، والجدير بالإشارة أن إختبار (PP) يتميز بأن لديه قدرة إختبارية إحصائية أفضل وأدق من إختبار (ADF) لا سيما عندما يكون حجم العينة صغير، وفي حالة تضارب وعدم إنسجام نتائج إختبار (PP) مع إختبار (ADF)، يعتمد إختبار (PP) من القيم الجدولية الإحصائية العائدة إلى مكنون (Mackinnon).

والجدول التالي يبين النتائج المتحصل عليها بعد التصحيح غير المعلمي لفيليبس وبيرون (الملحق رقم 02):

الجدول رقم (13.4): نتائج إختبارات فيليبس وبيرون على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

الفرضية $H_0$ : السلسلة تحتوي على جذر أحادي.						
نسبة الإحتمال (p)	القيم الحرجة لجدول d			إحصائية (PP)	إختبار Phillips et Perron	
	% 10	% 5	% 1		النموذج (1)	النموذج (2)
0.62	-1.62	-1.94	-2.57	-0.17	(1) النموذج	Andrews
0.19	2.57	-2.86	-3.43	-2.24	(2) النموذج	
0.45	-3.12	-3.14	-3.96	-2.27	(3) النموذج	
0.63	-1.62	-1.94	-2.57	0.17	(1) النموذج	Newer-West
0.19	2.57	-2.86	-3.43	-2.24	(2) النموذج	
0.45	-3.12	-3.14	-3.96	-2.27	(3) النموذج	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات 9.0 eviews.

القيم الحرجة لديكي فولر مستخرجة من جدول: (1996) Mackinnon.

نلاحظ من خلال الجدول (13.4) أن الإحصائيات المحسوبة لفيليبس وبيرون أكبر تماما (بالقيمة المطلقة أقل تماما) من القيم الحرجة عند مستويات المعنوية 1%، 5% و 10% على الترتيب، وهذا ما تؤكد نسبة الإحتمال التي هي أكبر تماما من "0.05"، وعليه نقبل الفرضية الصفرية وهي فرضية جذر الوحدة أي

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

أن سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية غير مستقرة، والسلسلة من نوع (DS). وتجدر الإشارة أنه تم استخدام نافذتين طيفيتين وهما: Andrews و Newer-West لهذا الغرض.

### 4.2.3 إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin (KPSS)

اقترح كل من Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin سنة 1992 نموذج باستخدام مضاعف لاغرونج LM، حيث يختبر هذا النموذج استقرارية السلاسل الزمنية.

يبين الجدول التالي النتائج المتحصل عليها من إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin (KPSS) (الملحق رقم 03):

الجدول رقم (14.4): نتائج إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية.

الفرضية $H_0$ : السلسلة لا تحتوي على جذر أحادي.				
القيم الحرجة لجدول Makcinnon			إحصائية LM	إختبار (KPSS)
% 10	% 5	% 1		
0.35	0.46	0.74	0.56	النموذج (2)
0.12	0.15	0.22	0.44	النموذج (3)

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات 9.0 eviews.

القيم الحرجة مستخرجة من جدول: (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)

نلاحظ من خلال الجدول (14.4) أن الإحصائيات المحسوبة LM أو (KPSS) أكبر تماما من القيم الحرجة لـ: Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin، عند مستوى معنوية: 5% و 10%، وهو ما يجعلنا نرفض الفرضية الصفرية  $H_0$  التي تقرر إستقرارية السلسلة الزمنية ونقبل الفرضية البديلة، وبالتالي فإن سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية غير مستقرة حسب إختبار (KPSS) عند مستوى معنوية: 5% و 10%.

تبين من خلال نتائج إختبارات الكشف عن الإستقرارية لسلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية أنها سلسلة غير مستقرة أي أنها تحتوي على جذر وحدة، وطبيعة النموذج هو (DS)، وأفضل طريقة لنزع جذر الوحدة وجعلها مستقرة نقوم بحساب الفروقات من الدرجة الأولى على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية للحصول على سلسلة عوائد السوق المالية السعودية، وعليه سيتم الإعتماد على سلسلة العوائد في التنبؤ بمؤشر السوق المالية السعودية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3.3. دراسة استقرارية السلسلة الزمنية اليومية لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (إختبارات جذر الوحدة)

نقوم بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى لإزالة جذر الوحدة من سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية. ولقد تم حساب العوائد اليومية من خلال اللوغاريتم الطبيعي للمؤشر بواسطة المعادلة التالية:

$$R_t = \ln(p_t/p_{t-1})$$

حيث:

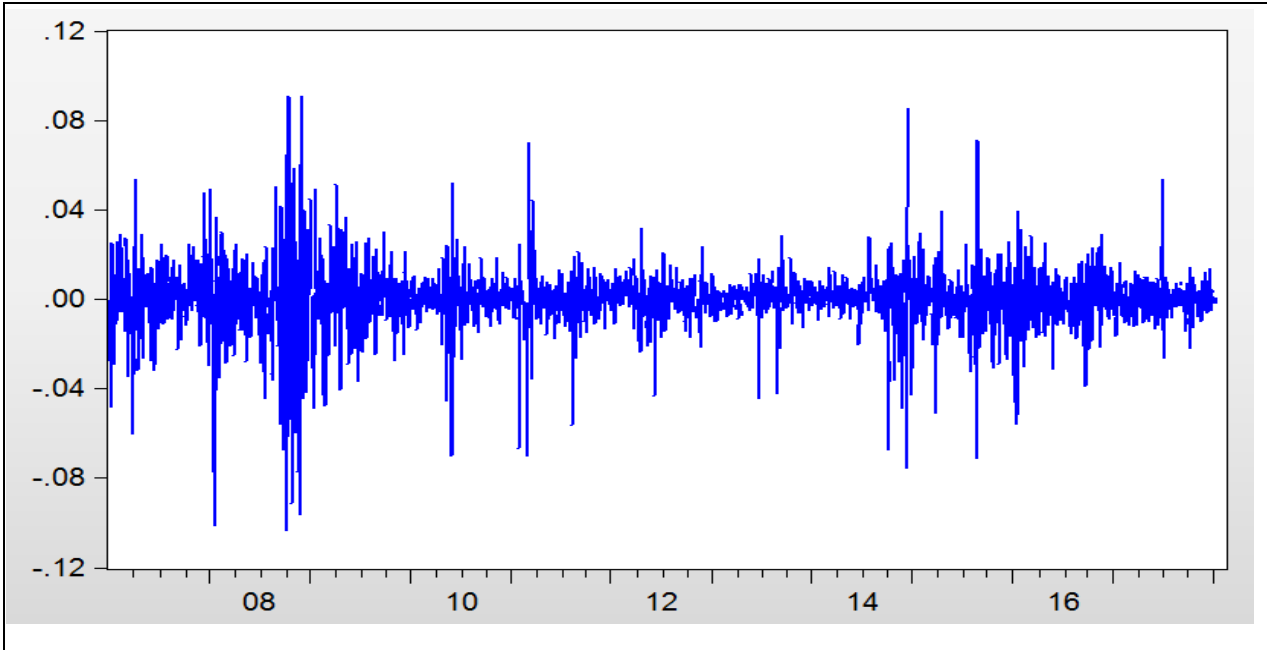
$R_t$ : عائد المؤشر في اليوم (الفترة الحالية)  $t$ .

$p_t$ : سعر الإغلاق اليومي للمؤشر في اليوم (الفترة الحالية)  $t$ .

$p_{t-1}$ : سعر الإغلاق اليومي للمؤشر خلال اليوم السابق (الفترة السابقة)  $t-1$ .

يمكن تمثيل سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية كالآتي:

الشكل رقم (9.4): التمثيل البياني لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **views 9.0**.

من خلال الشكل (9.4) نلاحظ مبدئياً على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية أنها تلتف حول محو الفواصل، حيث يظهر أنها تدور حول الصفر أي أن المتوسط الحسابي لها يقارب الصفر، بمعنى عدم وجود اتجاه عام في السلسلة، لكن نلاحظ وجود تذبذبات عشوائية حيث تتركز أو تجتمع في فترات معينة حيث أن التغيرات الكبيرة في قيم العوائد تعقبها تغيرات كبيرة أخرى، والتغيرات الضعيفة تعقبها تغيرات ضعيفة

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

أخرى. ويعد الحكم على استقرارية السلسلة من خلال التمثيل البياني غير كافي لذلك ينبغي القيام بإختبارات الإستقرارية على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية.

### 1.3.3. دالة الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

يهدف الإختبار إلى تحديد مدى إستقلالية عوائد المؤشر عن بعضها البعض من خلال إختبار مدى اختلاف معامل الارتباط المتسلسل إحصائياً عن الصفر، فإذا دلت النتائج على عدم وجود ارتباط متسلسل في العوائد فإن سلسلة العوائد يتوقع أن تتبع السير العشوائي، وبالتالي تكون السوق كفؤة عند المستوى الضعيف. والشكل الآتي يمثل دالة الارتباط الذاتي البسيط والجزئي للسلسلة:

الشكل (10.4): دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة نوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

Date: 10/09/18 Time: 06:52 Sample: 1/06/2007 12/31/2017 Included observations: 2744						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.102	0.102	28.398	0.000
		2	0.040	0.030	32.700	0.000
		3	0.020	0.014	33.848	0.000
		4	-0.010	-0.015	34.124	0.000
		5	0.030	0.032	36.582	0.000
		6	-0.022	-0.028	37.969	0.000
		7	-0.035	-0.032	41.356	0.000
		8	-0.022	-0.015	42.699	0.000
		9	0.020	0.028	43.787	0.000
		10	-0.037	-0.042	47.534	0.000
		11	0.059	0.068	57.191	0.000
		12	0.014	0.004	57.731	0.000
		13	0.056	0.053	66.293	0.000
		14	0.042	0.024	71.151	0.000
		15	-0.018	-0.024	72.013	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 eviews.

نلاحظ من الشكل (10.4) أن المعامل المحسوب من أجل الفجوة 1 2 3 يختلف معنوياً عن الصفر، وإختبار Ljung -Box (الإحصائية LB المحسوبة والموجودة في آخر قيمة في العمود Q-Stat) يؤكد ذلك حيث أن: Q-Stat LB= 72.01 (بدرجة تأخير قدرها h=15) وهي أكبر تماماً من القيمة الجدولية التي تساوي "25" عند مستوى معنوية 5%، وعليه نرفض الفرض العدم القائل بأن معاملات الارتباط الذاتي تساوي الصفر ( $H_0: P_1=P_2= \dots =P_{12}=0$ ) وبالتالي تكون السلسلة غير مستقرة، وعليه يمكن القول أن سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية بها تشويش أبيض.

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

2.3.3. إختبار ديكي- فولر المطور (ADF) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

كانت نتائج دراستنا كالتالي:

الجدول رقم(15.4): نتائج إختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

الفرضية $H_0$ : السلسلة تحتوي على جذر أحادي.					
النموذج	المعامل	احصائية المعامل	القيمة الحرجة	الاحتمال	القرار
(6)	الإتجاه العام b	0.14	-3.41	0.89	$p > 0.05$ (معامل الإتجاه العام غير معنوي)، أي أن $H_0$ مقبولة إذ لا يوجد إتجاه عام، ومنه ننقل مباشرة إلى النموذج (5).
	جذر الوحدة	-47.30	-3.41	0.000	
(5)	الثابت c	-0.08	-2.86	0.93	بما أن $p > 0.05$ فإن $H_0$ مقبولة، حيث أن الثابت غير معنوي ( $C=0$ )، ومنه ننقل مباشر إلى النموذج (4).
	جذر الوحدة	-47.31	-2.86	0.0001	
(4)	جذر الوحدة	-47.32	-1.94	0.0001	$p < 0.05$ أي أن $H_0$ مرفوضة أي لا يوجد جذر وحدة في السلسلة وبالتالي فهي مستقرة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات **9.0 eviews**.

القيم الحرجة لديكي فولر مستخرجة من جدول: (1996) MacKinnon.

يتضمن الجدول (15.4) نتائج إختبار ديكي فولر المطور لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (الملحق رقم 04)، حيث نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة في النموذج (4) تساوي (-47.32) وهي أقل تماما (بالقيمة المطلقة أكبر تماما) من القيمة الحرجة لتوزيع MacKinnon والتي تساوي (-1.94) عند مستوى معنوية 5%، وهذا ما تؤكد نسبة الإحتمال 0.0001 التي تعتبر أقل تماما من 0.05، وعليه نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وهي فرضية إستقرارية سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (عدم وجود جذر الوحدة).

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

3.3.3. إختبار فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

كانت نتائج دراستنا كالتالي:

الجدول رقم (16.4): نتائج إختبارات فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

الفرضية $H_0$ : السلسلة تحتوي على جذر أحادي.						
نسبة الإحتمال (p)	القيم الحرجة لجداول d			إحصائية (PP)	إختبار Phillips et Perron	
	% 10	% 5	% 1		النموذج (1)	النموذج (2)
0.0001	-1.62	-1.94	-2.57	-47.32	(1) النموذج	Andrews
0.0001	2.57	-2.86	-3.43	-47.31	(2) النموذج	
0.0000	-3.12	-3.14	-3.96	-47.30	(3) النموذج	
0.0001	-1.62	-1.94	-2.57	-47.39	(1) النموذج	Newer-West
0.0001	2.57	-2.86	-3.43	-47.39	(2) النموذج	
0.000	-3.12	-3.14	-3.96	-47.38	(3) النموذج	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات **9.0 eviews**.

القيم الحرجة لديكي فولر مستخرجة من جدول: (1996) MacKinnon.

من خلال بيانات الجدول (16.4) (الملحق رقم 05)، وبعد التصحيح غير المعلمي لفيليبس وبيرون نرفض فرضية عدم لوجود جذر وحدوي في السلسلة، حيث نلاحظ أن الإحصائية المحسوبة لفيليبس وبيرون (-47.42 و -47.39 على الترتيب) أقل تماما من القيم الحرجة (-2.57، -1.94 و -1.62 على الترتيب) عند مستويات معنوية 1%، 5% و 10% على الترتيب. وهذا ما تؤكد نسبة الإحتمال والتي تساوي (0.0001) وهي الأخرى أقل تماما من (0.05)، وتجدر الإشارة إلى أنه تم استخدام نافذتين طيفيتين وهما نافذة Andrews و Newer-West لهذا الغرض، وتم اختيار النموذج الأول (1) وهو نموذج بدون ثابت وبدون اتجاه عام. وبناء عليه نقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وهي فرضية إستقرارية سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 4.3.3 إختبار (KPSS) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

كانت نتائج دراستنا كالتالي:

الجدول رقم(17.4): نتائج إختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt- Shin على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية.

الفرضية $H_0$ : السلسلة لا تحتوي على جذر أحادي.					
القيم الحرجة لجدول Makcinnon			إحصائية LM	إختبار (KPSS)	
% 10	% 5	% 1		النموذج (2)	Andrews
0.35	0.46	0.74	0.058	النموذج (3)	Newer-West
0.12	0.15	0.22	0.054	النموذج (2)	
0.35	0.46	0.74	0.058	النموذج (3)	
0.12	0.15	0.22	0.054		

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات 9.0 eviews.

القيم الحرجة مستخرجة من جدول: (Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1).

من خلال الجدول (17.4) (الملحق رقم 06) نلاحظ أن الإحصائيات المحسوبة لـ LM أو (KPSS) أقل تماما من القيم الحرجة لـ: Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin، عند مستويات معنوية: 1%، 5% و 10%، وهو ما يجعلنا نقبل الفرضية العدم  $H_0$  التي تقرر إستقرارية السلسلة الزمنية، وبالتالي فإن سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية مستقرة حسب إختبار (KPSS). وتجدر الإشارة إلى أنه تم استخدام نافذتين طيفيتين وهما نافذة Andrews و Newer-West لهذا الغرض.

من خلال ما سبق بينت جميع نتائج إختبارات الكشف عن الإستقرارية لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية أنها مستقرة (لا تتبع السير العشوائي)، أي لا تحتوي على جذر وحدة. وعليه فإن السوق المالية السعودية حسب نتائج هذه الإختبارات لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف. يعتبر ظهور جذر الوحدة شرط ضروري يدعم فرضية كفاءة السوق، ولكنه غير كافي، ولذلك لا بد من إجراء إختبار أكثر تحديدا وهو إختبار نسبة التباين.

### 4.3. إختبارات السير العشوائي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

وفقا لـ: (Fama) (1970) فإنه لاختبار السير العشوائي ينبغي توفر شرطين هما: التغيرات السعرية المتتالية مستقلة فيما بينها (عشوائية)، والتغيرات السعرية تتبع التوزيع الطبيعي، وفي سنة 1991 أبقى

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

(Fama) على هذا الإختبار وسماه القدرة على التنبؤ بالعوائد على المدى القصير، وسنقوم بدراسة ذلك على النحو التالي:

### 1.4.3. إختبار التوزيع الطبيعي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية

يعتبر التوزيع الإحتمالي لعوائد الأسهم مهم جدا في نظرية كفاءة أسواق رؤوس الأموال، حيث يعتبر توزيع عوائد الأسهم توزيعا طبيعيا شرط من شروط نموذج السير العشوائي، كما أن شكل التوزيع الإحتمالي لعوائد الأسهم يحدد درجة مخاطرتها، حيث كلما كان أكثر اتساعا زاد احتمال حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

تعد دراسة التوزيع الإحتمالي لأي سلسلة مالية مستقرة مهم جدا، ومن صفات التوزيع الطبيعي ينبغي أن يكون معامل Skewness معدوما ومعامل Kurtosis مساويا إلى 3، فالقانون الطبيعي يتميز بالتناظر بالنسبة إلى المتوسط وباحتمال ضعيف للقيم الشاذة، حيث يعتمد إختبار Jarque-Bera على معاملي التفلطح Kurtosis والتناظر Skewness [بخالد، 2014-2015، ص: 106].

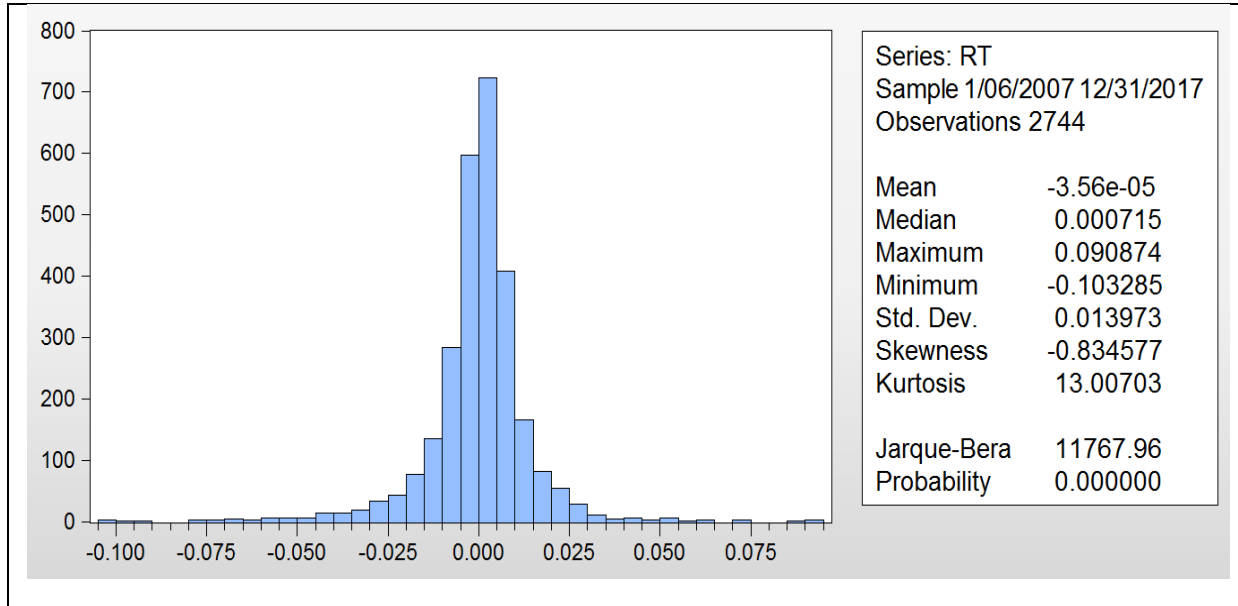
يتم الإختبار وفق الفرضين الآتيين:

$H_0$ : سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة تتوزع توزيعا طبيعيا.

$H_1$ : سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة لا تتوزع توزيعا طبيعيا.

يبين الشكل الآتي إختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية:

الشكل رقم (11.4): إختبارات التوزيع الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي eviews 9.0

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

✓ إختبار **Skewness**: إختبار فرضية التناظر (فرضية العدم):  $H_0: v_1=0$

نقوم بحساب الإحصائية:

$$v_1 = \frac{B_1^{1/2} - 0}{\sqrt{6/n}} = \frac{-0.834577 - 0}{\sqrt{6/2744}} = -17.76 < 1.96$$

لدينا  $v_1 > 1.96$  ومنه نقبل (فرضية العدم):  $H_0: v_1=0$  ومنه تكون سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية متناظرة.

✓ إختبار **Kurtosis**: إختبار فرضية التقلطح الطبيعي (فرضية العدم):  $H_0: v_2=0$

نقوم بحساب الإحصائية:

$$v_2 = \frac{\frac{1}{B_1^2} - 0}{\sqrt{24/n}} = \frac{13.00703 - 3}{\sqrt{24/2744}} = 106.46 > 1.96$$

بما أن  $v_2 < 1.96$ ، أي أن Kurtosis أكبر من الصفر فإننا نرفض فرضية التقلطح الطبيعي لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية.

✓ إختبار **Jarque-Bera**:

لدينا:  $JB = 11767.96 > x^2(2) = 5.99$ ، ومنه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي.

### 2.4.3. إختبار إستقلالية التغيرات السعريّة المتتالية

لإثبات الإستقلالية بين العوائد أو مدى ارتباط أسعار الأسهم مع بعضها البعض وإثبات أن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي، والذي يعتبر شرطاً من شروط تحقق السير العشوائي، سنقوم بالإختبارين التاليين:

#### 1.2.4.3 إختبار "BDS" للإستقلالية

يعتبر إختبار BDS إختبار غير معلمي تم اقتراحه من طرف (Brock, Dechert and Scheinkman) (1987)، يستعمل للكشف على الإرتباطات غير الخطية الشائعة، ويستعمل لإختبار الإستقلالية غير الخطية في السلاسل المترابطة خطياً، ويصلح استعماله في السلاسل المالية والإقتصادية [بخالد، 2014-2015، ص: 114].

يبين الجدول الآتي نتائج دراستنا:

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الجدول رقم (18.4): نتائج إختبار BDS على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.029545	0.002114	13.97714	0.0000
3	0.064389	0.003367	19.12465	0.0000
4	0.090430	0.004020	22.49594	0.0000
5	0.106879	0.004202	25.43681	0.0000
6	0.117406	0.004064	28.88801	0.0000
7	0.121158	0.003736	32.43159	0.0000
8	0.120473	0.003312	36.37088	0.0000
9	0.117563	0.002859	41.11988	0.0000
10	0.112330	0.002417	46.47527	0.0000
11	0.106525	0.002010	53.00297	0.0000
12	0.099977	0.001649	60.63496	0.0000
13	0.093362	0.001338	69.79364	0.0000
14	0.086710	0.001075	80.65266	0.0000
15	0.080340	0.000857	93.72582	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على مخرجات 9.0 eviews.

من خلال الجدول (19.4) والذي يمثل نتائج إختبار BDS على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية، نلاحظ أن السلسلة تتميز بارتباط غير خطي قوي باعتبار أنه من أجل  $m=2,3,\dots, 15$  فإن إحصائية BDS أكبر تماماً من القيمة الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى معنوية 5%، بمعنى آخر السلسلة ليست مستقلة ومتماثلة التوزيع حيث أننا نرفض الفرضية الصفرية أي أن السلسلة غير مستقلة، وعليه يمكن القول أن سلسلة مؤشر السوق المالية السعودية قابلة للتنبؤ على المدى القصير.

### 2.2.4.3 إختبار نسبة التباين Variance Ratio Test

اقترح إختبار نسبة التباين واختصاره (VR) من قبل (Lo & MacKinlay 1988) ويعتبر هذا الإختبار مكافئاً لقوة إختبار جذر الوحدة ولذلك استخدم بشكل واسع في الدراسات الحديثة التي إختبرت الكفاءة على المستوى الضعيف، ويقوم الإختبار على فرضية أن تباين السلسلة الزمنية التي تسير عشوائياً يزيد بصورة خطية مع الزمن، وبالتحديد إذا كانت سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي فإن تباين الفروقات  $q$  للسلسلة يجب أن يكون  $q$  مرة من تباين فروقاتها الأولى أي أن:

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

$$\text{Var} (R_t - R_{t-q}) = q \text{Var} (R_t - R_{t-1})$$

حيث أن:

Var: التباين

q: أي عدد موجب

Rt: العائد في الفترة الحالية t

Rt-1: العائد في الفترة t-1

لاختبار إستقرارية سلسلة العوائد اليومية لمؤشر السوق المالية السعودية وفقا لاختبار نسبة التباين، تصاغ فرضيات الإختبار وفقا للآتي:

H<sub>0</sub>: VR(q)= 1 :سلسلة العوائد غير مستقرة (تتبع السير العشوائي):

H<sub>1</sub>: VR(q)≠ 1 :سلسلة العوائد مستقرة (لا تتبع السير العشوائي):

إذا تم رفض فرضية السير العشوائي (سلسلة العوائد مستقرة) وكانت  $VR(q) < 1$  فإن العوائد ستكون ذات إرتباط متسلسل سلبي، أما إذا كانت  $VR(q) > 1$  فإن العوائد ستكون ذات إرتباط متسلسل إيجابي. ويبين الجدول الآتي نتائج إختبار نسبة التباين للسلسلة محل الدراسة:

الجدول رقم (19.4): نتائج إختبار نسبة التباين لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية

عدد فترات الإبطاء المستخدمة في تشكيل نسبة التباين				الإحصاءات
16	8	4	2	
0.07	0.14	0.28	0.53	VR(q)
-5.70	-7.30	-9.11	-10.48	Z(q)
0.0000				نسبة الإحتمال

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات 9.0 eviews.

تم احتساب نسبة التباين لمضاعفات مدد الإبطاء (2، 4، 8، 16). وتبين نتائج الجدول (20.4) أن قيم نسب التباين لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية VR(q) تقل مع زيادة فترات الإبطاء كما أنها تختلف معنويا عن 01 عند مستوى دلالة 5%، كما أن قيم إحصائية Z(q) والمعروضة في نفس الجدول بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة للتوزيع الطبيعي 1.96 عند مستوى دلالة 5%، إضافة إلى أن نسب الإحتمال والتي تساوي 0.0000 أصغر تماما من 0.05 وهذا يعني رفض الفرضية الصفرية أي فرضية السير العشوائي. ولأن نسبة التباين أقل تماما من الواحد (تختلف عن الواحد الصحيح) لجميع فترات الإبطاء،

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

وقيم إحصائية  $Z(q)$  المحسوبة أعلى بكثير (بالقيمة المطلقة) من قيمتها الجدولية، فإن ذلك دليل على عدم كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف حيث تم رفض الفرضية الصفرية في هذه الدراسة لجميع قيم  $(q)$  التي حسبت عندها نسبة التباين (فرضية السير العشوائي).

تشير نتائج الإختبارات السابقة إلى الطبيعة غير العشوائية لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية، وبالتالي انتهاك فرضية السير العشوائي، لأن السلوك الماضي لأسعار مؤشر السوق المالية السعودية TASI غني بالمعلومات المتعلقة بسلوكها في المستقبل، فالعوائد التاريخية قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وبالتالي الأنماط السابقة لسلوك الأسعار تميل إلى أن تتكرر في المستقبل، فالتاريخ يعيد نفسه ومنه طريقة التنبؤ بالأسعار هي تطوير للأنماط السابقة لسلوك السعر من أجل معرفة حالات التكرار المرجح، ويمكن استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية.

### 5.3. التقدير والتنبؤ بعوائد مؤشر السوق المالية السعودية على المدى القصير

تعد السلاسل الزمنية من الأساليب الإحصائية التي تستخدم في تحليل النماذج التي لا تستند إلى نظرية والتنبؤ بالمستقبل بالإعتماد على بيانات سلسلة تاريخية، ومن أهم هذه النماذج ARIMA التي تستخدم في الكثير من المجالات العلمية.

#### 1.5.3. نموذج بوكس جينكينز

يتطلب التنبؤ باستعمال السلاسل الزمنية نمذجتها، ولهذا الغرض اقترح بوكس وجينكينز مجموعة من النماذج العشوائية المستقرة وتسمى بنماذج الإنحدار الذاتي (Autoregressive) والمتوسطات المتحركة (Moving Average)، أما النماذج المختلطة فهي تشمل النوعين المذكورين والتي تسمى بنماذج الإنحدار الذاتي والمتوسط المتحرك (ARMA) (Moving Average Autoregressive).

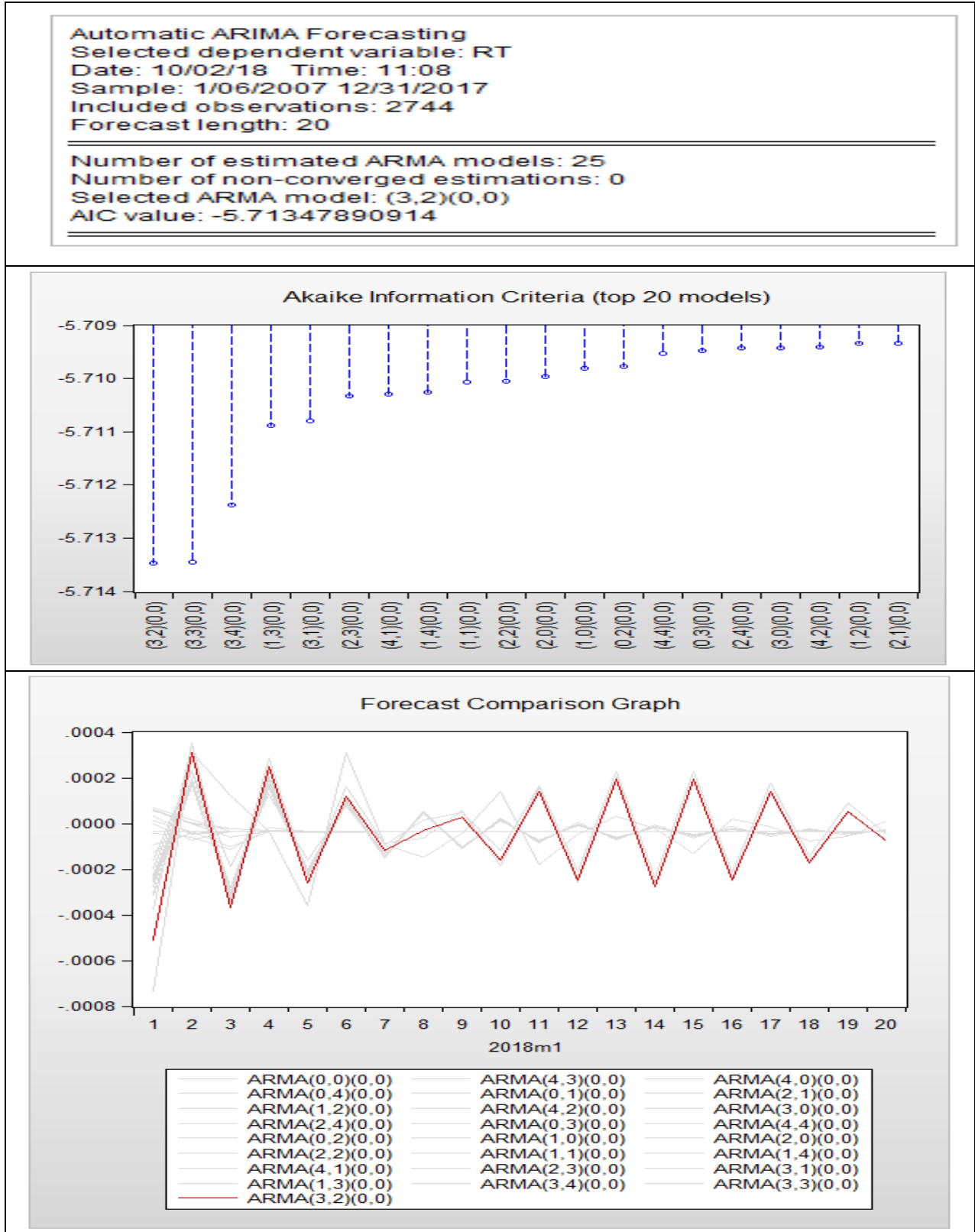
إذا كانت السلسلة الزمنية الأصلية غير مستقرة فيقال عنها أنها متكاملة (Integrated)، وإذا تعين الحصول على فروقات السلسلة  $d$  مرة حتى تصبح مستقرة، يقال عندئذ أن السلسلة الأصلية متكاملة من الدرجة  $d$ ، ونرمز لها بالرمز  $I(d)$ ، وبعبارة أخرى نقول عن السلسلة أنها متجانسة وغير مستقرة (متكاملة) من الدرجة  $d$  إذا وجدت سلسلة مستقرة جديدة، ومنه نمذج السلسلة الجديدة كالاتي  $ARIMA(p,d,q)$ ، ونسمي ذلك بنموذج الإنحدار الذاتي والمتوسط المتحرك المتكامل، هذا الأخير بالإضافة إلى الدرجتين  $p$  و  $q$  فإنه يتميز بدرجة ثالثة وهي  $d$ .

يعد هذا الإختبار من الإختبارات التي تستخدم في اختبار عشوائية أخطاء السلسلة الزمنية وذلك من خلال حساب معاملات الارتباط الذاتي للبقايا لمجموعة من التأخيرات.

لحسن الحظ أن برنامج Eviews في إصداره التاسع يحتوي على طريقة الاختيار الأوتوماتيكي بين عشرات أو مئات النماذج، ونتائج الاختيار موضحة فيما يلي:

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل رقم (12.4): نتائج المفاضلة بين نتائج إختبار ARMA



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي .eviews 9.0

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه انه تم اختيار نموذج ARMA(3,2) من بين 25 نموذج ، حيث اخذ هذا الأخير اقل قيمة لمعيار Akaike (-5.71)، والشكل السابق يوضح كذلك نتائج كل النماذج مقارنة بالنموذج المختار. وبما أن السلسلة المدروسة متكاملة من الدرجة الأولى أو تتضمن فروق من الدرجة الأولى سيكون النموذج المختار على النحو التالي ARIMA (3,1,2).

### 1.1.5.3. تقدير النموذج واختبار صلاحيته

يبين الجدول التالي نتائج تقدير النموذج ARIMA (3,1,2):

#### الجدول رقم (20.4): نتائج تقدير ARIMA (3,1,2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.67E-05	0.000312	-0.117797	0.9062
AR(1)	-1.759624	0.031337	-56.15108	0.0000
AR(2)	-0.717892	0.034438	-20.84574	0.0000
AR(3)	0.108186	0.011055	9.786315	0.0000
MA(1)	1.866910	0.028938	64.51347	0.0000
MA(2)	0.919844	0.027781	33.11103	0.0000
SIGMASQ	0.000192	2.25E-06	85.22698	0.0000
R-squared	0.016880	Mean dependent var	-3.56E-05	
Adjusted R-squared	0.014725	S.D. dependent var	0.013973	
S.E. of regression	0.013870	Akaike info criterion	-5.715561	
Sum squared resid	0.526550	Schwarz criterion	-5.700466	
Log likelihood	7848.750	Hannan-Quinn criter.	-5.710107	
F-statistic	7.832464	Durbin-Watson stat	2.003824	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	.12	-.94-.24i	-.94+.24i	
Inverted MA Roots	-.93-.22i	-.93+.22i		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 eviews.

نلاحظ من خلال نتائج التقدير ما يلي:

المعنوية الكلية للنموذج كما يدل على ذلك اختبار فيشر ( $\text{prob} < 0.05$ ).

معنوية جميع المعلمات كما يدل على ذلك اختبار ستودنت.

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

❖ فحص سلسلة البواقي:

وذلك من خلال:

(1) اختبار الارتباط الذاتي:

للتحقق من غياب مشكلة الارتباط الذاتي سنقوم باستخدام اختبار Q-STA، كما هو موضح في الشكل

التالي:

الشكل رقم (13.4): دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة البواقي

Date: 10/22/18 Time: 17:14 Sample: 1/06/2007 12/31/2017 Included observations: 2744 Q-statistic probabilities adjusted for 2 ARMA terms						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.098	0.098	26.128	
		2	-0.000	-0.010	26.128	
		3	0.000	0.001	26.129	0.000
		4	-0.010	-0.010	26.415	0.000
		5	0.031	0.033	29.061	0.000
		6	-0.022	-0.029	30.380	0.000
		7	-0.036	-0.031	34.006	0.000
		8	-0.021	-0.015	35.247	0.000
		9	0.019	0.024	36.269	0.000
		10	-0.037	-0.043	40.027	0.000
		11	0.056	0.066	48.698	0.000
		12	0.014	0.002	49.226	0.000
		13	0.055	0.055	57.438	0.000
		14	0.040	0.025	61.916	0.000
		15	-0.019	-0.021	62.909	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS 9.0**.

نلاحظ من خلال الشكل السابق ان سلسلة البواقي غير مستقرة لأن إحصائية Ljung -Box أكبر تماماً من القيمة الجدولية حيث:  $Q-Stat LB = 62.91 > 25$  (بدرجة تأخير قدرها  $h=15$ ) عند مستوى معنوية 5%، كما أن احتمالية (prob) الاختبار عند جميع الفترات أقل تماماً من 0,05 مما يعني رفض فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل رقم (14.4): دالتي الارتباط الذاتي والجزئي لسلسلة مربعات البواقي

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.233	0.233	148.98	0.000
		2	0.319	0.280	429.14	0.000
		3	0.207	0.101	546.50	0.000
		4	0.159	0.026	615.74	0.000
		5	0.336	0.260	926.81	0.000
		6	0.143	-0.002	982.75	0.000
		7	0.168	-0.017	1060.5	0.000
		8	0.201	0.107	1171.4	0.000
		9	0.112	-0.004	1205.9	0.000
		10	0.249	0.097	1377.4	0.000
		11	0.082	-0.041	1395.9	0.000
		12	0.179	0.063	1484.3	0.000
		13	0.199	0.092	1593.6	0.000
		14	0.127	0.003	1637.8	0.000
		15	0.228	0.068	1781.7	0.000

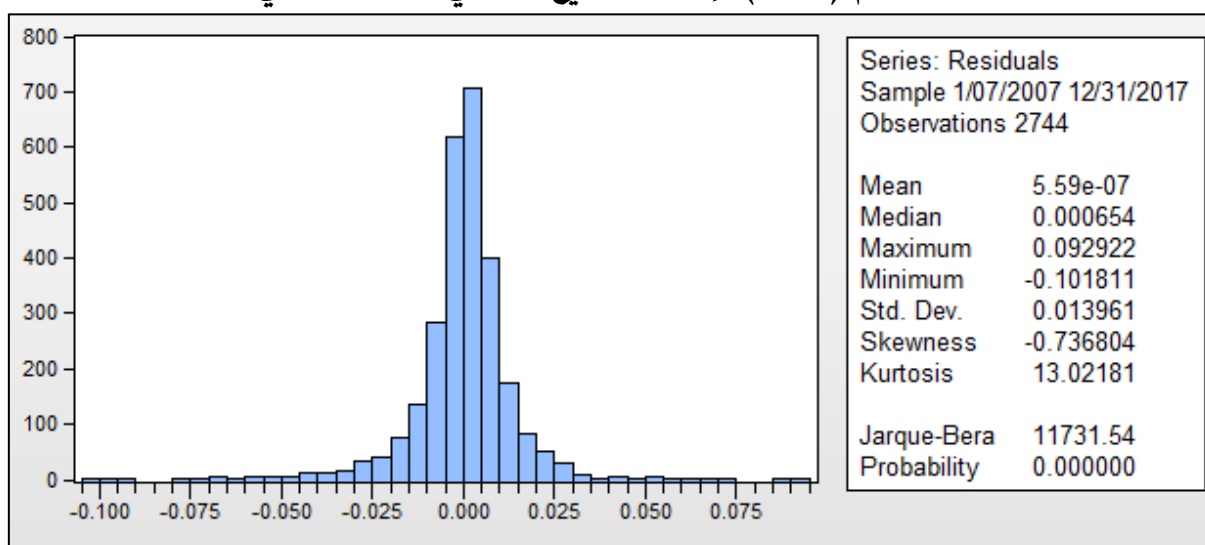
المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي eviews 9.0.

نلاحظ أيضا من خلال الشكل السابق أن سلسلة مربع البواقي غير مستقرة لأن إحصائية Ljung-Box أكبر تماما من القيمة الجدولية حيث:  $Q\text{-Stat LB} = 1781.7 > 25$  (بدرجة تأخير قدرها  $h=15$ ) عند مستوى معنوية 5%، كما أن احتمالية (prob) الاختبار عند جميع الفترات أقل تماما من 0,05 مما يعني رفض فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية.

(2) فرضية التوزيع الطبيعي:

للتحقق من ذلك تم استخدام اختبار Jarque-Berra كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل رقم (15.4): إختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة البواقي



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي eviews 9.0.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن إحصائية Jarque-Bera لسلسلة البواقي أكبر تماما من إحصائية  $x^2(2)$  حيث:  $(JB = 11767.96 > x^2(2) = 5.99)$  ويدعم ذلك الاحتمالية الأقل تماما من 0,05 وعليه فإننا نرفض فرضية التوزيع الطبيعي.  
(3) إختبار ARCH (عدم ثبات التباين):

يجرى إختبار ARCH لبيان فيما إذا كان النموذج المقدر لا يزال يعاني من أثر وجود نماذج عائلة ARCH في سلسلة البواقي.

للتحقق تم استخدام إختبار ARCH كما هو موضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم (21.4): نتائج إختبار وجود أثر ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	157.2210	Prob. F(1,2741)	0.0000	
Obs*R-squared	148.8007	Prob. Chi-Square(1)	0.0000	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 10/23/18 Time: 05:17				
Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017				
Included observations: 2743 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000149	1.31E-05	11.42706	0.0000
RESID^2(-1)	0.232887	0.018573	12.53878	0.0000
R-squared	0.054247	Mean dependent var	0.000195	
Adjusted R-squared	0.053902	S.D. dependent var	0.000676	
S.E. of regression	0.000657	Akaike info criterion	-11.81639	
Sum squared resid	0.001184	Schwarz criterion	-11.81207	
Log likelihood	16208.17	Hannan-Quinn criter.	-11.81483	
F-statistic	157.2210	Durbin-Watson stat	2.130185	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **9.0 eviews**.

يتضح من خلال الجدول السابق أن الاحتمالية أقل تماما من 0,05 وعليه نرفض فرضية ثبات التباين أي أن تباين الأخطاء غير ثابت خلال الزمن وبالتالي فإن هناك أثر ARCH في سلسلة البواقي.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

بمعنى أن تباين الأخطاء غير ثابت عبر الزمن، الأمر الذي يجعل استخدام نماذج الإنحدار الذاتي والمتوسط المتحرك الخطية ARMA غير مجدي وفيه انتهاك للفرضيات الأساسية لطريقة المربعات الصغرى، لذا يتوجب علينا استخدام نماذج الإنحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين.

### 2.5.3. نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين ARCH

الهدف من نماذج ARCH نمذجة التباين (Variance)، وعادة ما تستخدم هذه النماذج في نماذج البيانات المالية، لأن الإتجاه الحديث للمستثمرين لا ينصب فقط على دراسة والتنبؤ بالعوائد المتوقعة من الأسهم في أسواق رؤوس الأموال، وإنما ينصب الإهتمام أيضا بعنصر عدم التأكد، ولدراسة عدم التأكد فنحن بحاجة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب (Volatility) القيم المالية عبر سلسلة زمنية أو نطلق عليها اسم تباين السلسلة (Variance)، والنماذج التي تتعامل مع هذا النوع من التباين تنتمي إلى أسرة نماذج ARCH.

المعلوم في التحليل القياسي أن تباين الحد العشوائي يفترض أن يكون ثابتا عبر الزمن أو ما يعرف بفرضية ثبات التباين، ولكن في البيانات المالية وكذا البيانات الإقتصادية الأخرى غالبا لا يتحقق هذا الشرط حيث يظهر تباين مختلف في فترات السلسلة الزمنية، حيث أن القيم المتوقعة لحد الخطأ العشوائي ستكون أكبر أو أقل عبر الفترات المختلفة، وفترات التقلب في العرف المالي تعني فترات عدم التأكد أو المخاطرة، ومعروف في التحليل المالي أن فترات المخاطرة تتركز في فترات معينة ويعقبها فترات أقل تباينا.

### 1.2.5.3. تقدير النموذج الممثل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

بعد تجريب مجموعة من نماذج ARCH تم اختيار النموذج ARCH (2) - ARIMA (3,1,2) كأفضل نموذج يمكنه تمثيل سلسلة عوائد السوق المالية السعودية وهذا بناء على نتائج المفاضلة بينه وبين باقي النماذج من خلال قيم Akaike و Schwarz والتي كانت الأصغر من بين النماذج المعتمدة في المفاضلة. ويوضح الجدول التالي نتائج إختبارات تقدير النموذج ARCH (2) - ARIMA (3,1,2):

الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الجدول رقم (22.4): نتائج إختبار تقدير النموذج ARIMA (3,1,2)– ARCH (2)

Dependent Variable: RT				
Method: ML ARCH - Normal distribution (BFGS / Marquardt steps)				
Date: 01/03/19 Time: 14:54				
Sample (adjusted): 1/07/2007 12/31/2017				
Included observations: 2744 after adjustments				
Convergence achieved after 24 iterations				
Coefficient covariance computed using outer product of gradients				
Presample variance: backcast (parameter = 0.7)				
GARCH = C(4) + C(5)*RESID(-1)^2 + C(6)*RESID(-2)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.000639	0.000198	3.219132	0.0013
AR(3)	-0.032237	0.009845	-3.274531	0.0011
MA(2)	0.109019	0.012017	9.072135	0.0000
Variance Equation				
C	7.15E-05	1.37E-06	52.32311	0.0000
RESID(-1)^2	0.309953	0.019777	15.67208	0.0000
RESID(-2)^2	0.431282	0.024661	17.48851	0.0000
R-squared	-0.006606	Mean dependent var	-3.56E-05	
Adjusted R-squared	-0.007340	S.D. dependent var	0.013973	
S.E. of regression	0.014025	Akaike info criterion	-6.040852	
Sum squared resid	0.539129	Schwarz criterion	-6.027913	
Log likelihood	8294.049	Hannan-Quinn criter.	-6.036177	
Durbin-Watson stat	1.819982			
Inverted AR Roots	.16-.28i	.16+.28i	-.32	
Inverted MA Roots	-.00+.33i	-.00-.33i		

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 eviews.

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن معاملات النموذج المقترح ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.05، حيث أن إحصائيات ستيودنت لكل المعامل أكبر تماما من القيم الجدولية للتوزيع الطبيعي 1.96، والقيم الإحتمالية لكل المعامل تدعم ذلك حيث أنها أقل تماما من 0.05. كما يتضح من خلال الجدول أن القيمة المقابلة لاختبار Durbin-Watson الذي يقيس الارتباط الذاتي بين القيم المقدر والقيم السابقة لبواقي النموذج المقدر والتي تساوي 1.96 والقيمة في هذا النموذج أقل تماما وتساوي 1.82 وهي بذلك تشير إلى عدم معنوية معامل الارتباط الذاتي بين الأخطاء، أي أن هناك استقلالية بين بواقي التقدير، واعتمادا على معايير AIC و SIC نجد أن القيمة المقابلة لكل منهما هي (-6.04) و (-6.02) على التوالي وهي منخفضة بشكل ملحوظ إذ تدل هذه المعايير على كمية المعلومات التي يفقدها النموذج بمرور الزمن وكلما كانت أقل كلما كان النموذج أفضل، كما يتضح من خلال الجدول السابق أن سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية تخضع لعملية انحدار ذاتي من الدرجة الثالثة وعملية متوسطات متحركة من المرتبة الثانية، أي أن القيمة الحالية لعائد المؤشر تتأثر بقيمتها في الثلاثة أيام السابقة إضافة إلى تأثرها بمجموعة متغيرات عشوائية عائدة لليوم الحالي واليومين السابقين.

وبالتالي فإن النموذج المقترح لنمذجة تقلب عوائد مؤشر السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة هو

.ARCH (2)

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

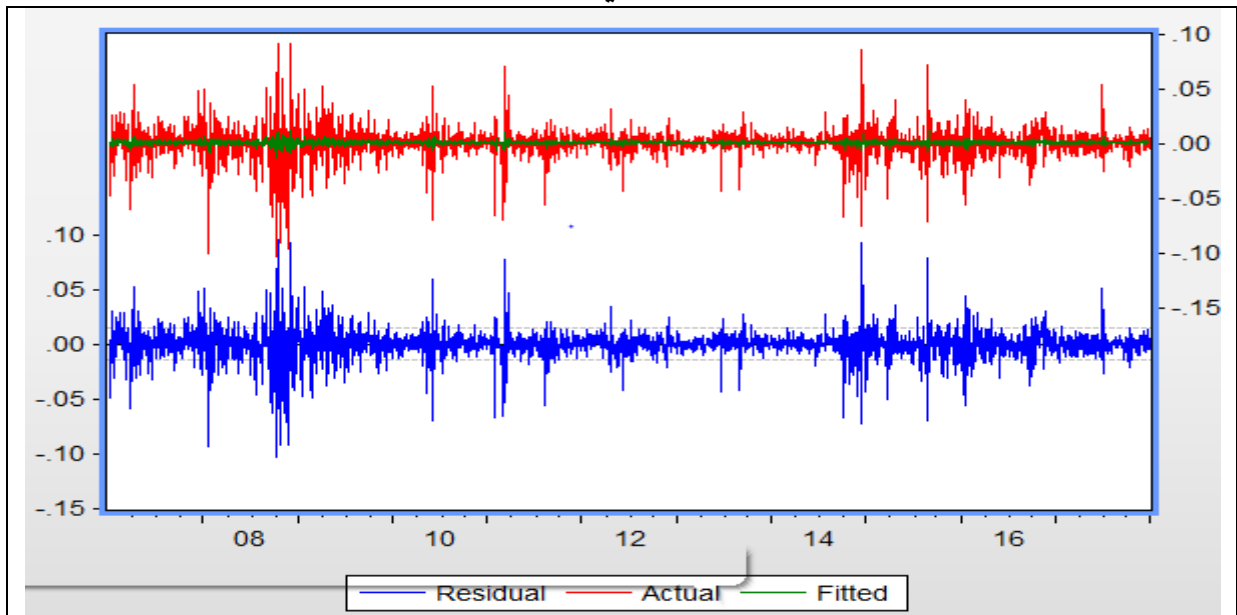
### 2.2.5.3. فحص ملائمة النموذج الممثل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

لاختبار صحة النموذج (2) ARCH (2)-ARIMA (3,1,2) الممثل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية نقوم باختبار استقرارية البواقي، ثم اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي ثم اختبار تجانس التباين الشرطي.

#### (1) إستقرارية بواقي النموذج (2) ARCH (2)-ARIMA (3,1,2):

من خلال التمثيل البياني المبين في الشكل التالي والممثل لسلسلة بواقي النموذج المقدر (2) ARCH (2)-ARIMA (3,1,2) مقارنة مع بواقي سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية يتبين أنهما متماثلتان، كما نلاحظ أن سلسلة بواقي النموذج المقدر مستقرة حيث أنها تتذبذب حول وسط ثابت.

#### الشكل رقم (16.4): التمثيل البياني لسلسلة بواقي النموذج المقدر (2) ARCH (2)-ARIMA (3,1,2) مقارنة مع بواقي سلسلة RT



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 eviews.

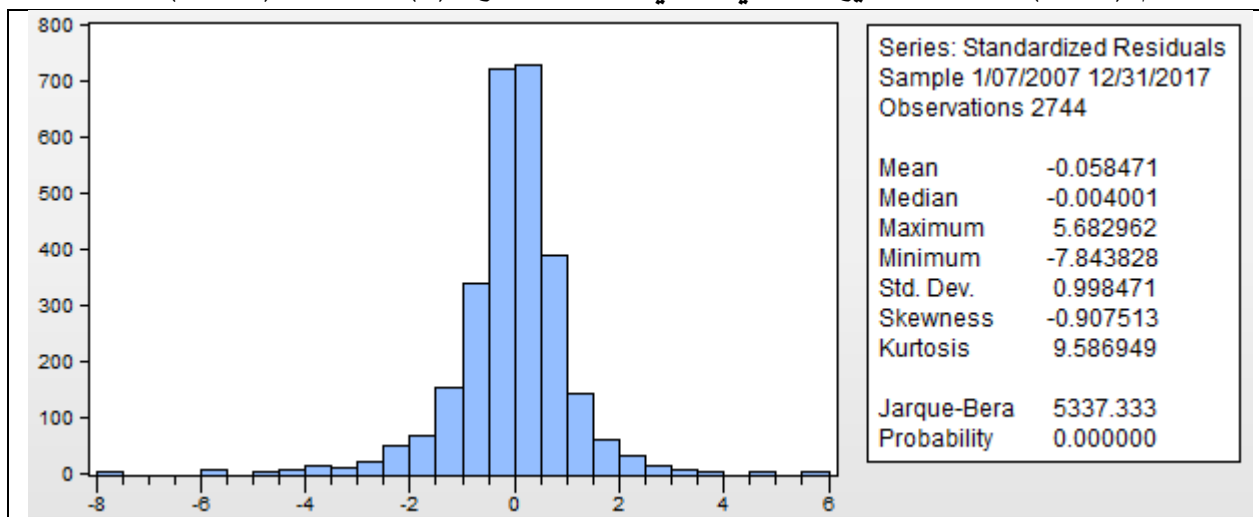
#### (2) إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير النموذج (2) ARCH (2)-ARIMA (3,1,2):

نلاحظ من خلال الشكل التالي أن بواقي النموذج المقترح لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن قيمة إحصائية Jarque-Bera تساوي 5337.33، حيث أنها أكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع  $x^2$  (أي:  $x^2(2) = 5.99 < JB = 5923.1$ ) وعليه نرفض فرضية التوزيع الطبيعي، ويدعم صحة ذلك نسبة

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الإحتمال الأقل تماما من 0.05، كما أن قيمة معامل التناظر  $SK = -0.91$  أي أن شكل التوزيع غير متناظر، أما قيمة معامل التفلطح  $KU = 9.58$  أي أن فرضية التفلطح أيضا غير محققة.

الشكل رقم (17.4): إختبار التوزيع الطبيعي لبواقى تقدير النموذج  $ARIMA(3,1,2)-ARCH(2)$



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS 9.0**.

(3) إختبار تجانس التباين الشرطي لبواقى تقدير النموذج  $ARIMA(3,1,2)-ARCH(2)$ :

من خلال الجدول التالي يتبين أن قيمة إحصائية  $Obs * R-squared = 2.346535$  وهي أقل تماما من القيمة الجدولية لتوزيع  $\chi^2_{0.05}(1) = 3.84$ ، وهذا ما تؤكد قيمة  $Prob\ Chi-square(1) = 0.1256$  وهي أكبر تماما من 0.05، وعليه يتم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة أي أن التباين الشرطي للأخطاء ثابت عبر الزمن وبواقى النموذج المقدر لا تخضع لتأثير ARCH ما يشير إلى أن البواقى عشوائية وتتوزع بشكل مستقل وهذا ما يؤكد أن نموذج الإنحدار الذاتي المشروط بوجود عدم تجانس التباين قيد الدراسة كافي لتصحيح الارتباط المتسلسل لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية وجيد وملائم لتمثيل تقلبات البيانات.

الجدول رقم (23.4): نتائج إختبار تجانس التباين الشرطي لبواقى تقدير النموذج

$ARIMA(3,1,2)-ARCH(2)$

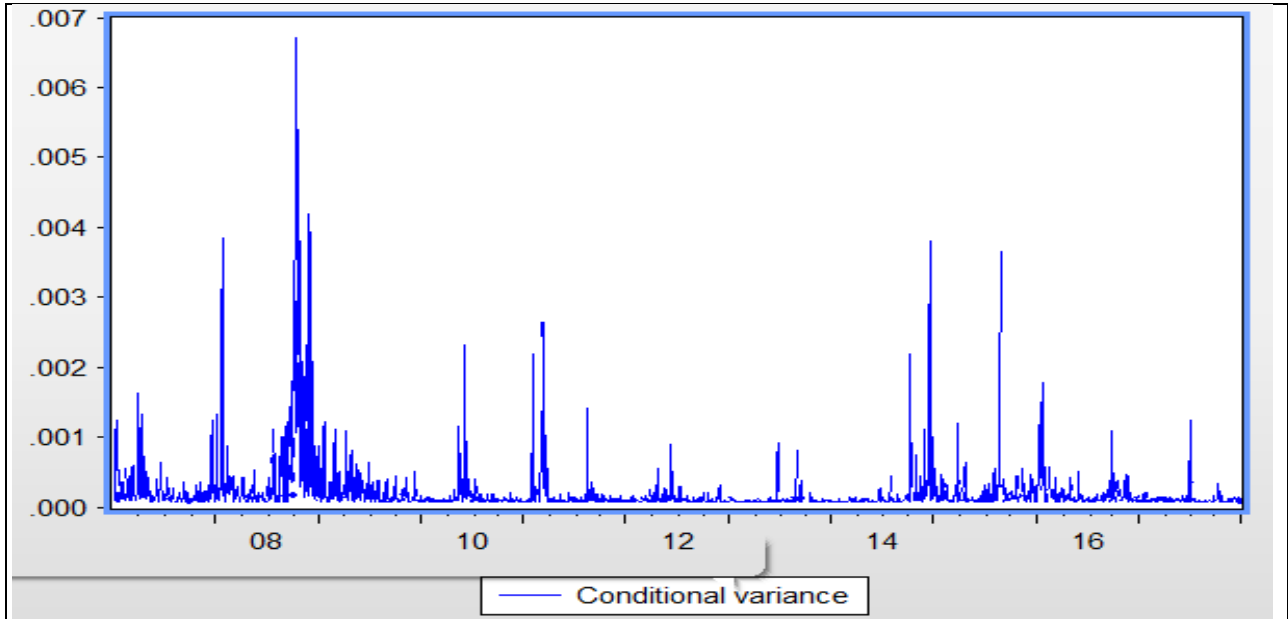
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	2.346832	Prob. F(1,2741)	0.1257
Obs*R-squared	2.346535	Prob. Chi-Square(1)	0.1256

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS 9.0**.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

الشكل التالي يمثل الإنحراف المعياري الشرطي أو التباين الشرطي المستخرج من نماذج الإنحدار الذاتي المشروطة بوجود عدم تجانس التباين والتي يكون الهدف منها قياس تقلبات أسعار الإغلاق اليومي لمؤشر السوق.

الشكل رقم (18.4): تقلبات مؤشر الإغلاق اليومي للسوق المالية السعودية حسب نموذج ARCH (2)



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 eviews.

يتضح من خلال الشكل السابق أن التقلبات تتركز في فترات معينة حيث يكون التباين كبيرا وتعرف هذه الفترات لدى المحللين الماليين بفترات الهيجان وتشبه في الشكل البياني قرن الثور، ويعقبها فترات أقل تقلبا وتعرف هي الأخرى بفترات الركود أو السبات والتي تأخذ شكل الدب، لذلك نستنتج أن التغيرات الكبيرة في عوائد المؤشر يعقبها تغيرات أخرى مقابلة لها، وهو ما يعرف في تحليل الأسواق المالية بتكدس التقلبات في فترات معينة كما يبينه الشكل السابق، أي أن التقلبات تتركز في فترات معينة حيث يكون التباين كبيرا مثل فترة إندلاع الأزمة المالية لسنة 2008 والرابع الأول من سنة 2011 والرابع الأخير لسنة 2014... وتسمى هذه الفترات بفترات الهيجان ويعقبها فترات أقل تقلبا (فترات الركود) مثل سنة 2009 والنصف الأول من سنة 2013 وكذا سنة 2014.

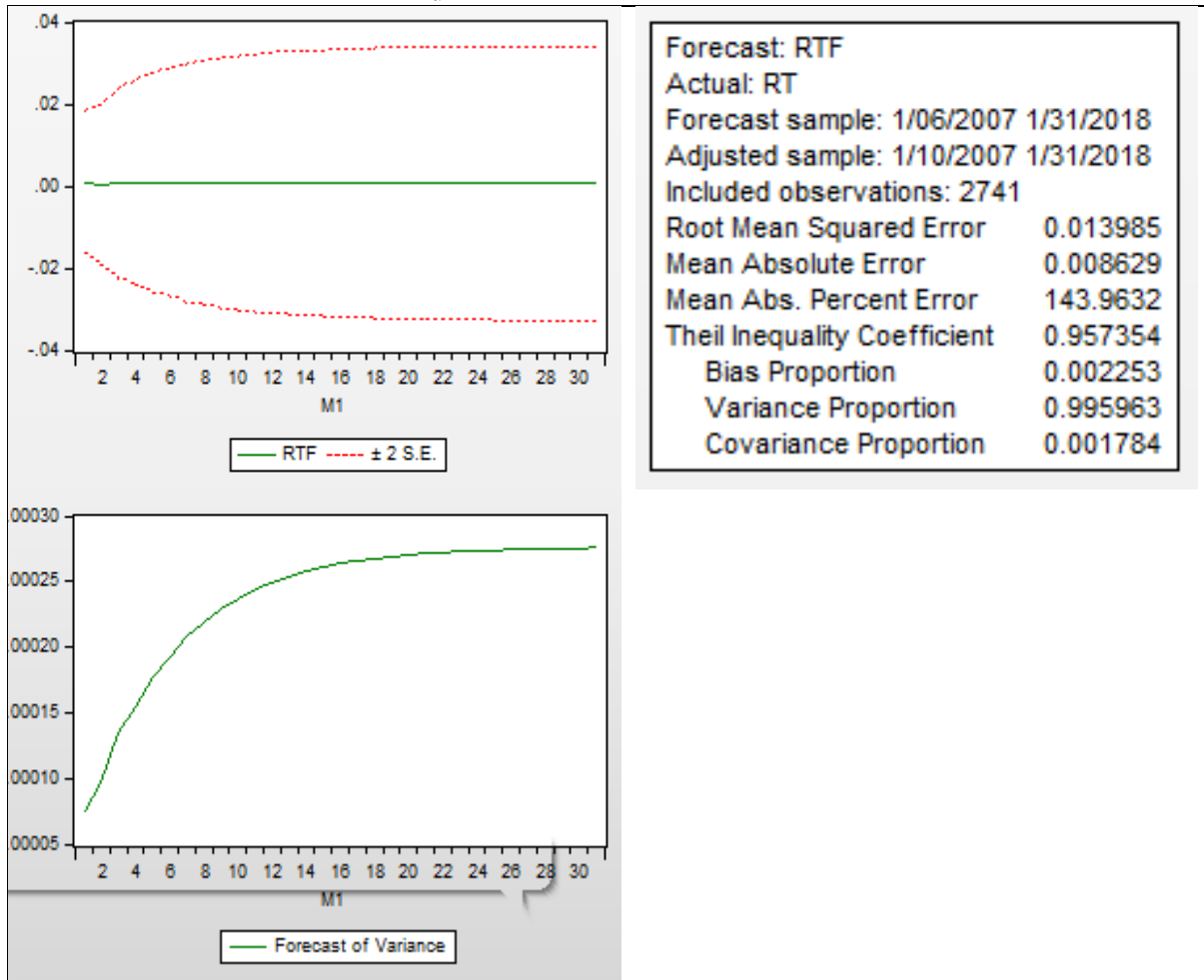
من خلال نتائج تقدير سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية يتضح أن أحسن نموذج لتمثيل السلسلة هو نموذج ARCH (2)-ARIMA (3,1,2).

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### 3.5.3. التنبؤ بعوائد مؤشر السوق المالية السعودية

بعد التعرف على النموذج المقدر والملائم للتنبؤ وبالاعتماد عليه سوف يتم التنبؤ بعوائد مؤشر السوق المالية السعودية على المدى القصير لمدة 30 يوماً، وذلك باعتمادنا على البيانات اليومية وبناء مجال الثقة للتنبؤ، ويظهر الشكل التالي سلسلة العوائد المتنبأ بها مع حدي الثقة:

الشكل رقم (19.4): التنبؤ بقيم وتباينات بواقي النموذج المقدر



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.0 .eviews

يوضح الشكل السابق التنبؤ بتباينات البواقي للنموذج المقدر والذي يتبين من خلاله أن المقدرات كانت ضمن حدي الثقة عند مستوى معنوية 95% والذي يعكس جودة المقدرات الخاصة بالنموذج والذي يتعزز أيضاً بمتوسط مربعات التنبؤ الذي بلغت قيمته 0.014 وكذلك متوسط مطلق الخطأ الذي بلغت قيمته 0.0086، ما يجعل هذا النموذج قادراً على التحديد الدقيق للاتجاهات المستقبلية للعوائد.

## الفصل الرابع: إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة (2007-2017)

### خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل إختبار كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف خلال الفترة 2017/2007 واشتمل هو الآخر على ثلاثة مباحث تضمنت في مجملها تقديم لمحة عن نشأة هذه السوق وتطورها خلال فترة الدراسة ومحاولة إبراز غالبية المؤشرات المعتمدة لإثبات كفاءة السوق من عدمه إضافة إلى إختبار كفاءة السوق بالإعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9.0.

من خلال ما ورد في هذا الفصل تعتبر السوق المالية السعودية من أسواق رؤوس الأموال العربية المتقدمة والناشئة عالمياً، نظراً لإمكانيات النمو الإقتصادي الذي تتمتع به المملكة العربية السعودية وأيضاً بفضل الجهود المبذولة من طرف المسؤولين فيها، من خلال وضع قوانين جديدة وهيئات تنظيمية تساعد السوق المالية على مواكبة التطورات الحاصلة على المستوى العالمي، إلا أنه على الرغم من جميع التحديثات والتطورات التي حصلت على مستوى هذه السوق منذ نشأتها تبين لنا من خلال تحليل مؤشرات السوق والدراسة القياسية أن السوق المالية السعودية لا تزال تعاني من بعض المشاكل التي تؤثر على كفاءتها سلباً، وسمحت لنا الدراسة القياسية لكفاءة هذه السوق وبالإعتماد على سلسلة أسعار إغلاق مؤشر السوق (TASI) للفترة الممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/31 باستخلاص جملة من النتائج أهمها ما يلي:

- كشفت النتائج المتحصل عليها من مختلف إختبارات الإستقرارية المعتمدة أن السلسلة الأصلية باللوغاريتم غير مستقرة لأنها تحتوي على جذر الوحدة، وهي من نوع DS، وعليه فإن أفضل طريقة لجعلها مستقرة هي إجراء الفروقات.

- كشفت مجمل إختبارات الإستقرارية المعتمدة أن سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية مستقرة أي لا تحتوي على جذر الوحدة.

- أظهرت نتائج إختبار إستقلالية المشاهدات لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية وجود إرتباط بين المشاهدات (قيم عوائد مؤشر السوق المالية السعودية)، وبالتالي فالعوائد غير مستقلة عبر الزمن، وعليه يمكن استخدام القيم الماضية للتنبؤ بالعوائد المستقبلية على المدى القصير، وذلك من أجل تحقيق عوائد غير عادية ومنه ففرضية السير العشوائي (كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف) غير محققة.

- من خلال نتائج إختبار نسبة التباين اتضحت الطبيعة غير العشوائية لسلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية، وبالتالي انتهاك فرضية السير العشوائي، لأن السلوك الماضي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية TASI غني بالمعلومات المتعلقة بالعوائد المستقبلية.

- من خلال نتائج تقدير سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية اتضح أن أحسن نموذج لتمثيل السلسلة هو نموذج ARIMA (3,1,2)-ARCH (2).



السلامة



تعتبر أسواق رؤوس الأموال أهم آلية لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الإستثمارية، فهي بمثابة وسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى فرصاً متنوعة للأفراد وصغار المستثمرين لتوظيف مدخراتهم وتسهيل للمشاريع الإستثمارية إيجاد مصادر تمويل كافية، وهي بهذا تحول الأموال العاطلة إلى رؤوس أموال موظفة وفعالة في الدورة الإقتصادية، وذلك من خلال عمليات الإستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق رؤوس الأموال، وذلك في ظل وجود قنوات اتصال فعالة تعمل على تحسين تداول الأوراق المالية، كما تمثل الإطار المنظم لمختلف التعاملات الحاصلة فيها. وفي ظل التطورات التي شهدتها أسواق رؤوس الأموال والعولمة المالية والانفتاح على أسواق رؤوس الأموال العالمية أصبح تطوير هذه الأسواق أمراً لا بد منه نظراً للدور الذي تلعبه في جذب رؤوس الأموال ودفع النمو الإقتصادي حيث نجد أن الدول العربية كغيرها من الدول عملت على مواكبة هذه التطورات سعياً منها لإقامة أسواق كفؤة تعمل على دعم الإقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد وتؤدي الدور المنوط لها.

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان: "كفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية في تمويل المشاريع الإستثمارية" مع دراسة حالة السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/31 (2745 مشاهدة) من خلال إختبار كفاءة السوق عن طريق دراسة وتحليل تطور مؤشرات السوق إضافة إلى تطبيق مجموعة إختبارات إحصائية تهدف إلى إختبار السير العشوائي (فرضية كفاءة السوق عند المستوى الضعيف) للعوائد اليومية لمؤشر السوق ومحاولة نمذجة تقلبات هذه العوائد بالإعتماد على نموذج ARIMA .ARCH

#### أولاً: نتائج البحث

بعد التعرض لموضوع البحث بالمناقشة والتحليل توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن إيجازها في الآتي:

- ✓ تعتبر أسواق رؤوس الأموال أهم الآليات التي تقوم بتجميع المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوظيفها لدى أصحاب العجز، وبالتالي في تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات الطالبة لهذه الأموال لتمويل مشاريعها الإستثمارية عن طريق الأدوات المالية سواء كانت أسهماً أو سندات أو صكوك أو مشتقات مالية، كما تمنح فرصة لصغار المستثمرين من ذوي عديمي الخبرة في مجال التداول في أسواق رؤوس الأموال عن طريق صناديق الإستثمار التي تقوم بتجميع المدخرات لتوجيهها إلى جهات ذات خبرة لاستثمارها في مجالات استثمارية ذات عائد مع مخاطرة مقبولة.
- ✓ تتمثل مقومات أسواق رؤوس الأموال الكفؤة في دقة وسرعة وصول المعلومات وكفاءة التشغيل والتسعير، وانخفاض تكاليف المعاملات والسيولة وعدالة السوق التي تضمن نجاح وفعالية السوق،

وتتحدد كفاءة السوق من خلال توفر المعلومات الضرورية للمتعاملين فيه خلال نفس الفترة وبأقل التكاليف، ومن خلال معدلات رسملة السوق وحجم التداول ومؤشر الدوران والسيولة ودرجة التركيز وعدد الشركات المدرجة والتي تعتبر مؤشرات تساعد على معرفة درجة كفاءة السوق، وعليه تؤكد هذه النتيجة الفرضية الأولى.

✓ تعتبر الكفاءة المعلوماتية المصدر الرئيسي لاتخاذ القرارات الإستثمارية المثلى وتحقيق التخصيص الكفء للموارد، إذ أنه في ظل غياب هذه المعلومات أو عدم توافرها بالشكل المطلوب يتحول سوق رؤوس الأموال من مباراة عادلة إلى لعبة يحكمها الحظ والصدفة، لأن عدم التكافؤ في الحصول على المعلومات يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق رؤوس الأموال ذاتها من جهة أخرى.

✓ تؤكد فرضيات السوق الكفؤة على أن العوائد أو التغيرات في الأسعار قائمة على أساس الحركة العشوائية لتلك التغيرات عن القيمة الحقيقية وأنه لا يمكن لأي مدخل تحليلي القدرة على إختراق السوق. وتؤكد فرضية الحركة العشوائية على أن السعر السوقي الآني هو أفضل تقدير للسعر المستقبلي مضافاً إليه نسبة الخطأ والذي يكون عشوائياً بطبيعته.

✓ ينتج عن الإستثمار المالي عملية إستثمار أموال في أصول مالية تدر عوائد دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر من خلال هذه العملية إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطرة معين أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب.

✓ يقوم اتخاذ القرارات الإستثمارية على اختيار البديل الأفضل الذي يعطي أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، كما أن العائد في الإستثمار المالي يتناسب طردياً مع المخاطرة ومن أجل تحقيق عائد أعلى فإنه على المستثمر أن يقبل بمستوى مخاطرة أعلى، وتستند القرارات الإستثمارية على مجموعة من الدراسات المدعمة بالأساليب والطرق العلمية التي تسمح بتوضيح جميع الجوانب الإقتصادية والفنية المتعلقة بالمشروع المراد الإستثمار فيه خاصة مع زيادة التقدم الإقتصادي والتكنولوجي واشتداد المنافسة بين المشاريع، حيث أن المستثمر لا يستطيع التنبؤ بنتائج قراراته بدقة، لأنه لا يعلم ما سيحدث في عالم يتسم بقدر من عدم التأكد بشأن المستقبل، إلا أنه يمكنه تقدير المخاطرة المرتبطة بهذا الإستثمار من خلال وضع توزيع إحصائي للعائد، بناءً على المعلومات المحاسبية وخلفيته وخبرته وتقديره الشخصي، وعليه تؤكد هذه النتيجة الفرضية الثانية.

✓ شهدت أسواق رؤوس الأموال العربية تطورات هيكلية متلاحقة سواء فيما يتعلق بالتشريعات والأنظمة التي تحكم عمل أسواق رؤوس الأموال، أو من حيث الهيكل التنظيمي لهذه الأسواق وشكلها القانوني، إلا أنها غير كافية لأن اتخاذ مجموعة من الإصلاحات والتغييرات قد لا يساهم في تحقيق الإستفادة من المزايا الواسعة لهذه الأسواق خاصة في حالة الإقتصاديات والأسواق الصغيرة، حيث يتطلب نجاح

أي دولة كخطوة أولية في جذب الاستثمارات الوطنية والأجنبية على حد سواء توفير مناخ استثماري سليم ومستقر، لأن ذلك هو العامل الأكثر أهمية في حسابات المستثمر المحلي والأجنبي. وهذه النتيجة تؤكد صحة الفرضية الثالثة.

✓ تعد السوق المالية السعودية الأكبر في المنطقة العربية من حيث القيمة السوقية إلا أنها مقارنة مع الأسواق الناشئة المماثلة الأخرى تتصف بكونها ضيقة ومحدودة (188 شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودي موزعة على عشرون قطاعاً، مقابل حوالي 400 شركة في الأسواق الناشئة المماثلة).

✓ تتصف السوق المالية السعودية بقلّة عدد الشركات المدرجة في السوق بالنظر إلى حجم الإقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدوداً نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة وهو ما يعبر عنه بضيق السوق إضافة إلى انخفاض معدل الدوران خلال فترة الدراسة والذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم.

✓ يرجع الأمر في ضيق قاعدة السوق المالية السعودية إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول ولا سيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها، بالإضافة إلى سيطرة بعض كبار الملاك على جزء كبير من ملكية الشركات مما يحد من كمية الأسهم المتداولة ويبعد 70% من حجم السوق عن التداول وهو ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق.

✓ تتبع سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية السير العشوائي حسب إختبارات الإستقرارية (ADF) و (PP) و (KPSS)، أما عوائد المؤشر -أو ما يعرف بالفروق من الدرجة الأولى على سلسلة لوغاريتم قيم مؤشر السوق المالية السعودية- فتتمتع بالإستقرارية وذلك خلال الفترة الممتدة من 2007/01/06 إلى 2017/12/31 (بواقع 2745 مشاهدة)، وعليه تم إثبات أن عوائد مؤشر السوق المالية السعودية تتميز بتوزيع غير طبيعي أي لا تتبع السير العشوائي لأنها تتأثر بالقيم السابقة لها، وعليه فالسوق المالية السعودية لا تتمتع بالكفاءة عند المستوى الضعيف، وهو ما يثبت صحة الفرضية الرابعة.

✓ بما أن عوائد مؤشر السوق المالية السعودية تتميز بتوزيع غير طبيعي وغير مستقلة فيما بينها فإنه يمكن استخدام القيم السابقة للتنبؤ بالأسعار المستقبلية على المدى القصير.

✓ تمتلك نماذج ARIMA ARCH القدرة على نمذجة تقلبات عوائد مؤشر السوق المالية السعودية حيث مكنتنا من الحصول على المستويات المستقبلية المتوقعة لفترة (30) يوماً.

ثانياً: الاقتراحات

بعد استعراض مختلف المفاهيم والأفكار النظرية والقيام باختبار كفاءة السوق المالية السعودية خلال الفترة (2017/2007)، وبعد استخلاص نتائج الدراسة واختبار فرضياتها والإجابة على إشكالياتها، يمكننا اقتراح جملة من التوصيات المتعلقة بالسوق المالية السعودية وأخرى متعلقة بكفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية، وهي:

أ. اقتراحات متعلقة بالسوق المالية السعودية:

- ✓ دعم جهود تطبيق حوكمة الشركات من أجل بلوغ مستوى جيد من الإفصاح والشفافية في المعاملات، مما يسمح بتقليل إحتكار المعلومات، وبالتالي التقليل من الأرباح غير العادية ومنه الوصول إلى الكفاءة عند المستوى الضعيف.
- ✓ تكثيف عمليات المراقبة على أنشطة كبار المستثمرين والسماسة.
- ✓ تعميق الوعي لدى المستثمرين من خلال إقامة دورات لتعريفهم بخطورة التلاعب والذي يسبب تقلبات كبيرة وفقاعات قد تنفجر لتصبح أزمة، وتحسيسهم بأهمية استقرار السوق لأجل المحافظة على ثرواتهم.

ب. اقتراحات متعلقة بكفاءة أسواق رؤوس الأموال العربية:

- ✓ تهيئة المناخ الإستثماري المناسب في الدول العربية لجذب الإستثمارات المحلية والأجنبية وتعزيز التفاعل بين أسواق رؤوس الأموال والمجتمع المحلي للحد من هروب الأموال خارج الدول العربية.
- ✓ مكننة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد كما هو معمول به في السوق المالية السعودية وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق وبالتالي تخفيض تكاليف المعاملات.
- ✓ الإهتمام أكثر بمسألة قواعد ومعايير حوكمة الشركات في أسواق رؤوس الأموال العربية، وهو ما يجنبنا الأزمات المالية ويحقق عدالة السوق.
- ✓ العمل على تطوير أساليب الإفصاح والشفافية وتوفير المعلومات للمستثمرين وتطبيق المعايير الدولية كأسلوب لرفع الكفاءة المعلوماتية.
- ✓ العمل على تفعيل الأنظمة والقوانين داخل أسواق رؤوس الأموال العربية بشكل يكفل حماية مصالح ومستثمرات الأفراد والشركات ويضمن استمرارهم داخل السوق ويشجع دخول مستثمرين جدد.

- ✓ متابعة الجهود في مجال تعميق أسواق رؤوس الأموال العربية وزيادة كفاءتها وسيولتها ونشر ثقافة الإستثمار المالي.
- ✓ أخذ سلوكيات المستثمرين بعين الإعتبار ومحاولة فهمها وقياسها وتضمينها في نظرية كفاءة أسواق رؤوس الأموال.
- ✓ خلق الثقة في أسواق رؤوس الأموال العربية من خلال حماية حقوق المستثمرين ضد عمليات المضاربة.
- ✓ فرض عقوبات مشددة ضد من ينشر معلومات مضللة وإخفاء معلومات ضرورية.
- ✓ التنوع في الأدوات المتاحة في أسواق رؤوس الأموال العربية بحيث يمكن من خلالها إدارة التدفقات المحلية والأجنبية.
- ✓ تمويل عملية التنمية الإقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول العربية على الإقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الإقتصادي لديها.
- ✓ على بورصة الجزائر مساندة التطورات التكنولوجية لإنشاء بورصة تتسم بالكفاءة.

### ثالثا: آفاق البحث

في إطار بحثنا في هذا الموضوع لاحظنا أن هناك العديد من المواضيع تحتاج إلى مزيد من البحث والتحليل، لذا نقترح المواضيع الآتية:

- ✓ إجراء دراسات مقارنة بين كفاءة أسواق رؤوس الأموال المتطورة، الناشئة والنامية.
- ✓ البحث في إستراتيجية تحول أسواق رؤوس الأموال من طابعها الوضعي إلى الإسلامي.
- ✓ التوجه إلى المنتجات المالية الإسلامية لتطوير أسواق رؤوس الأموال العربية.
- ✓ تشجيع البحث في مجال اقتصاديات رؤوس الأموال للخروج من دائرة اقتصاديات الإستدانة.



# المصادر والمراجع



الكتب والمطبوعات:

1. أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002-2003.
2. أحمد حسن أحمد الحسني؛ صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.
3. أرشد فواد التميمي؛ أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
4. أشرف مصطفى توفيق؛ كيف تتعلم إستثمار الأموال؟ في البورصة - صناديق الإستثمار - أسواق رأس المال... (الخطوات العملية والثغرات القانونية)، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
5. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي؛ التسيير المالي - الإدارة المالية-، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
6. بن إبراهيم الغالي؛ أبعاد القرار التمويلي والإستثماري في البنوك الإسلامية -دراسة تطبيقية-، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
7. حمدي عبد العظيم؛ إقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، عمان، 2012.
8. حمزة عبد الكريم محمد حماد؛ مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2008.
9. حنفي عبد الغفار؛ تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، مصر، 2005.
10. خالد وهيب الراوي؛ الإستثمار، مفاهيم تحليل واستراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
11. خليل الهندي وانطون الناشف؛ العمليات المصرفية والسوق المالية -المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي-، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
12. دريد كامل آل شبيب؛ الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
13. ديما وليد حنا الربضي؛ الأسواق المالية " تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية -جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015.
14. ديما وليد حنا الربضي؛ الأسواق المالية -تركيبتها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية-، الطبعة الأولى، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الدول العربية، القاهرة، 2015.
15. ربابعة عبد الرؤوف وحطاب سامي؛ التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي-دبي-الشارقة، 2006.

16. رسمية احمد موسى؛ الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، لا توجد سنة النشر.
17. زياد رمضان ومروان شموط؛ الأسواق المالية، الطبعة الرابعة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2015.
18. زياد رمضان، مروان شموط؛ الأسواق المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
19. زياد رمضان؛ مبادئ الاستثمار (المالي والحقيقي)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
20. سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
21. سمير عبد الحميد رضوان؛ أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
23. سمير عبد الحميد رضوان؛ أسواق الأوراق المالية، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2009.
24. صلاح الدين حسن السيسي؛ بورصات الأوراق المالية ( الأهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح)، الطبعة الأولى، عالم الكتب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2003.
25. ضياء مجيد موسوي؛ البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.
26. طارق عبد العال حماد؛ المشتقات المالية- المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة-، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2001.
27. طاهر حردان؛ أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
28. عاطف وليم اندراوس؛ دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
29. عباس كاظم الدعيمي؛ السياسة النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
30. عبد العزيز محمد المخلافي؛ أساسيات الإدارة المالية، جامعة صنعاء، اليمن، لا توجد سنة النشر.
31. عبد العزيز مصطفى عبد الكريم؛ دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، الطبعة الأولى، دار النشر والتوزيع، الأردن، 2004.
32. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص؛ أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
33. عبد الغفار حنفي؛ الاستثمار في الأوراق المالية ( أسهم - سندات - وثائق الإستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006-2007.

34. عبد الغفار حنفي؛ الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
35. عبد القادر بلطاس؛ إستراتيجية الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، منشورات ليجوند، برج الكيفان، الجزائر، 2009.
36. عبد النافع عبد الله الزراري وغازي توفيق فرج؛ الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
37. عصام حسين؛ أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
38. غازي فلاح المومني؛ إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
39. فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012.
40. فيصل محمود الشاورة؛ الإستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية والعملية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
41. قاسم نايف علوان؛ إدارة الإستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
42. مبارك بن سليمان آل فواز؛ الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جدة، 2010.
43. محمد إبراهيم عبد الرحيم؛ دراسات الجدوى الإقتصادية وتقييم أصول المشروعات، مؤسسة الشباب الجامعية، مصر، 2007.
44. محمد توفيق ماضي؛ إدارة وجدولة المشاريع، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000.
45. محمد شيخي؛ طرق الإقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2011.
46. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال العبد؛ الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
47. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد؛ تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
48. محمد عثمان إسماعيل حميد؛ أساسيات مبادئ التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار النهضة العربية، 2005-2006.

49. محمد فرح عبد الحليم؛ الأسواق المالية والبورصات، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013.
50. محمد مطر وفايز تيم؛ إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
51. محمد مطر؛ إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993.
52. محمود محمد الداغر؛ الأسواق المالية- مؤسسات أوراق وبورصات-، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
53. محند شلغوم عميروش ؛ دور المناخ الإستثماري في جذب الإستثمار الأجنبي إلى الدول العربية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2012.
54. معروف هوشيار؛ الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2015.
55. مناضل عباس حسين وخضير مهدي صالح؛ الأسواق المالية على المستويين العربي والعالم مع تعليق قياسي، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، لا توجد سنة النشر.
56. منصور الزين؛ تشجيع الإستثمار وأثره على التنمية الإقتصادية، الطبعة الأولى، دار الريبة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
57. منى قاسم ؛ صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، 1995.
58. منير إبراهيم هندي؛ الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2006.
59. ناجي بن حسين؛ دراسة تحليلية لمناخ الإستثمار في الجزائر، جامعة منتوري -قسنطينة.
60. ناظم محمد نوري الشمري وطاهر فاضل البياتي؛ " أساسيات الاستثمار العيني والمالي "، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999.
61. ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكرياء صيام؛ أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
62. نجاح عبد العليم وعبد الوهاب أبو الفتوح؛ أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، عالم الكتاب العالمي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
63. هيثم محمد الزغبي؛ الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000.
64. وليد صافي وأنس البكري؛ الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
65. يوسف حسن يوسف؛ الصكوك المالية وأنواعها- الإستثمار، الصناديق الإستثمارية والأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014.

المجلات والبحوث:

66. أحمد بوراس وبريكة السعيد؛ كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد-دراسة استشرافية لواقع الأسواق المالية العربية، لا توجد سنة النشر.
67. أحمد زكريا صيام؛ آليات جذب الإستثمارات الخارجية إلى الدول العربية في ظل العولمة -الأردن كنموذج-، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد الثالث.
68. أحمد مداني؛ نحو نموذج لنظام صانع السوق لأسواق الأوراق المالية العربية ومتطلبات تطبيقه على ضوء التجارب العالمية، المجلة الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، العدد 15، جامعة الشلف، 2016.
69. أشرف محمد دوابه؛ تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر: القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة خلال الفترة من 14-15 أبريل 2009، بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية، عمان.
70. أمينة محمد دربال ومحمد عبد القادر بوزيان؛ إختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية "بطريقة التكامل المتزامن"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الإقتصاد والإدارة، المجلد 26، العدد الأول، 2012.
71. إياد طاهر محمد، صلاح حسن أحمد؛ الإستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية-دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
72. إيمان عبد المطلب حسن المولى؛ مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الإقتصادي، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد السابع، العدد 23، 2011.
73. بشار ننون محمد الشكرجي وميادة صلاح الدين تاج الدين؛ علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصادية "دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 89، العدد 30، جامعة الموصل، 2008.
74. بن اعمر بن حاسين ولحسين جديدين ومحمد بن بوزيان؛ كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
75. بن علي بلعزوز؛ إستراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، 2009-2010.
76. بورقبة شوقي؛ دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010.

77. حسين عبد المطلب الأسرج؛ دور البورصات العربية في دعم التكامل المالي العربي، بحث اقتصادي بوزارة التجارة الخارجية والصناعة المصرية، مصر، لا توجد سنة النشر.
78. خولة شهاب نجم؛ أهمية استخدام الأساليب الكمية والرياضية في تقييم القرارات الإستثمارية -دراسة حالة-، مجلة التقني، المجلد السابع والعشرون، العدد الخامس، 2014.
79. ریحان الشریف والطاوس حمداوي؛ بورصة الجزائر -رهانات وتحديات التنمية الإقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والإجتماعية، العدد 34، جوان 2013.
80. ریحان الشریف وهوام لمياء؛ تحليل واقع مناخ الاستثمار في الجزائر وتقييمه، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية، المجلد الأول، العدد الأول، 2014.
81. عادل بوظلعة أحمد بوراس؛ دور كفاءة سوق رأس المال في توجيه وتخصيص الإستثمارات-دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس، ديسمبر 2016.
82. عبد الحسين جليل الغالبي وحسن شاكر الشمري؛ التحليل الإقتصادي لكفاءة الأسواق المالية-دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية-، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد التاسع، العدد الثاني والثلاثون، 2015.
83. عبد الحسين جليل الغالبي ومحمد عودة عبود؛ دراسة تحليلية لكفاءة سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الغري للعلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد الثالث عشر، العدد 40، 2016.
84. عبد الحميد بوخاري؛ واقع مناخ الإستثمار في الدول العربية، مجلة الباحث، العدد 10، 2012.
85. عتيقة وصاف وسهام عاشور؛ مكانة الأسواق المالية في الإقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، جامعة بسكرة، لا توجد سنة النشر.
86. علي عبد الأحمد أبو البصل؛ المضاربة في بيع و شراء الأسهم دراسة فقهية مقارنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009.
87. عمار صايفي؛ محددات الإستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 71، 2015.
88. غراية زهير وترقو محمد؛ التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2013.
89. غريب بولرباح؛ العوامل المحفزة لجذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة وطرق تقييمها -دراسة حالة الجزائر-، مجلة الباحث، العدد 10، 2012.

90. فراس خضير الزبيدي؛ أثر المعلومات المحاسبية في قرارات الإستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية- دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والإقتصاد، المجلد 12، العدد 03 لسنة 2010.
91. قبلان حسين؛ مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
92. كروش نور الدين؛ سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة بورصة الجزائر-، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 11 ، جانفي 2014.
93. كمال فايد وياسين قاسي؛ مناخ الإستثمار في الدول العربية وأهميته في جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة- حالة الجزائر-، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الرابع، ديسمبر 2015.
94. محمد مداحي ومحمد ترقو؛ العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)-دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و IJ ببورصة إندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017.
95. مفتاح صالح ومعارفي فريدة؛ متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 07، 2009-2010.
96. مفتاح صالح؛ العولمة المالية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر -بسكرة، 2002.
97. منور أوسرير، بن حاج جيلالي ومغراوة فتيحة؛ دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الإستثمارية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع.
98. موصلي سليمان وحازم السمان؛ دراسة الكفاءة السعريّة لسوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد الثاني، 2013.
99. ميسون علي حسين؛ الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 01، 2013.
- الملتقيات والمؤتمرات:
100. أحمد بن عبد العزيز الحداد؛ الأسهم والسندات تصور وأحكام، مؤتمر أوراق الأسواق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، لا توجد سنة النشر.
101. آسيا قاسيمي؛ التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية، ملتقى وطني حول: عولمة الأسواق المالية: الفرص والتحديات، يومي 12-13 أكتوبر 2011، المركز الجامعي بغليزان.
102. رفعت السيد العوضي؛ الأسواق المالية في الإقتصاد المعاصر والإقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة: 25-29 ديسمبر 2010.

103. ساعد مرابط وأسماء بلميهوب ؛ العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، ملتقى دولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة.
104. سليمة شنش؛ دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرار الإستثماري المالي، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف- الجزائر، أفريل 2009.
105. صلاح زين الدين؛ دور مبادئ حوكمة الشركات في رفع كفاءة البورصة المصرية، المؤتمر العلمي الأول حول: حوكمة الشركات ودورها في الإصلاح الاقتصادي، 15 - 16 أكتوبر 2008، جامعة دمشق.
106. عاطف علاونة؛ الإستثمار في أسواق رأس المال ودورها في جذب الإستثمارات الأجنبية، الملتقى الدولي السادس للمؤسسات المالية والإستثمارية، دمشق، 2008.
107. عبد الكريم البشير؛ انعكاس المخاطر القطرية على الاستثمار الأجنبي المباشر - حالة الجزائر، الملتقى الدولي الثالث حول: إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات: "الأفاق والتحديات"، جامعة الشلف.
108. عبد الله بن محمد الرزين؛ الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس: اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة في المملكة الأردنية الهاشمية، عمان، 16 - 18/3/1426هـ.
109. غدير أحمد خليل "الشيخ خليل"؛ تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، 2014.
110. محمد البشير، مبروك محصول النعمان؛ إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، ملتقى الدولي الثالث حول : إستراتيجية إدارة المخاطر في المؤسسات الواقع والآفاق، جامعة الشلف، يومي 25 و26 نوفمبر 2008.
111. محمد بن علي العقلا؛ الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، لا توجد سنة النشر.
112. محمد زيدان ونورين بومدين؛ دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي 21-22 نوفمبر 2006، جامعة بسكرة.
113. ناجي بن حسين ؛ تقويم مناخ الاستثمار الأجنبي في الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول: سبل تنشيط الاستثمارات في الاقتصاديات الانتقالية، جامعة سكيكدة، 14-15 مارس 2004.
114. نوال صايحي؛ أثر الافصاح وفق معايير المحاسبة الدولية على جودة المعلومة المحاسبية، الملتقى الدولي الثالث حول : آليات تطبيق النظام المحاسبي المالي الجزائري ومطابقته مع معايير المحاسبة الدولية وتأثيره على جودة المعلومة المحاسبية، جامعة الوادي، لا توجد سنة النشر.

المذكرات والأطروحات العلمية:

115. أسماء رزاق؛ آليات تمويل سياسة حماية البيئة في الجزائر- دراسة حالة ولاية بسكرة-، مذكر شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر -بسكرة، 2007-2008.
116. بداح محسن السبيعي؛ العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية-دراسة إختبارية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2012.
117. بن امر بن حاسين؛ فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية تخصص نقود بنوك ومالية، جامعة تلمسان، 2013.
118. بن الضيف محمد عدنان؛ مقومات الإستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
119. بن دحان إلياس الأزهر؛ دور تفعيل تكامل البورصات العربية في دعم التكامل الإقتصادي العربي - دراسة حالة " : الدول المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي" -، مذكرة ماجستير في العلوم الأقتصادية، 2012-2013.
120. بن عزوز عبد الرحمان؛ دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012.
121. بن محياوي سميحة؛ دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2014-2015.
122. بوزيد سارة؛ إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2007.
123. بوضياف عبير؛ سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة دراسات عليا متخصصة، جامعة قسنطينة، 2007.
124. حسين عبد المطلب حسين محمد الأسرج؛ دور سوق الأوراق المالية في تنمية الإدخار في مصر، مذكرة ماجستير في الإقتصاد، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
125. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الإستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة: 2008-2013، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية -تخصص أسواق مالية وبورصات، جامعة بسكرة، 2014-2015.
126. حمزة دبار؛ انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الأمن الغذائي في الوطن العربي-دراسة تحليلية وفق نموذج (SWOT)-، مذكرة ماجستير في العلوم الإقتصادية -تخصص: اقتصاد دولي-، جامعة بسكرة، 2012-2013.

127. حياة زيد ؛ دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014-2015.
128. خالد محمد نصار؛ آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية -دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
129. خيرة الداوي؛ تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية-دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير-تخصص: مالية الأسواق-، جامعة ورقلة، 2011-2012.
130. رشيد هولي؛ مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010-2011.
131. رواء عبد الرزاق باعظكة؛ أثر المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية الأولية على أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي-، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، 2012.
132. زوينة بن فرج؛ المخطط المحاسبي بين المرجعية النظرية وتحديات التطبيق، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس-سطيف، 2013-2014.
133. سامر عبد الناصر منصور؛ المشكلات المحاسبية لتقييم الأوراق المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، مذكرة ماجستير في قسم المحاسبة، جامعة حلب، سوريا، 2009.
134. سامي مباركي؛ فعالية الأسواق المالية في تنشيط الإستثمارات-دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية فرع: اقتصاد التنمية، جامعة باتنة، 2003-2004.
135. سامية زيطاي؛ ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: جالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004.
136. سميرة لطرش؛ كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010.
137. سوفيان بوفروعة ؛ نظام المعلومات المحاسبي ودوره في تسيير المؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة مجمع ايناجوك فرع الظاهير، مذكرة ماجستير في علوم التسيير- تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، 2011-2012.

138. صلاح الدين شريط؛ دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2003.
140. عادل سلماني؛ دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على الإستثمار في سوق رأس المال الإسلامي- دراسة حالة ماليزيا، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص: أسواق مالية وبورصات، جامعة بسكرة، 2013-2014.
141. عائشة بخالد؛ إختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف-دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة من 1928 إلى 2014، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية تخصص: دراسات مالية واقتصادية، جامعة ورقلة، 2015.
142. عبد الحميد بورحمونة؛ محددات الإستثمار وأدوات مراقبتها-إعداد نموذج قياسي بالجزائر للفترة: 1994-2004، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري -قسنطينة، 2006-2007.
143. عبد العزيز عبد الله أوحيدة؛ قياس كفاءة سوق الأوراق المالية وسبل تطويرها-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الليبي-، مذكرة ماجستير في التمويل والمصارف، جامعة طرابلس، ليبيا، 2015.
145. عبد الغني حريري؛ آثار التحرير المالي على اقتصاديات الدول العربية -دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية-تخصص: نقود ومالية-، جامعة الشلف، 2006-2007.
146. عبد القادر بن ناصر، عبد الرحمان العبيكان؛ التأمين التعاوني التعليمي تصور مقترح لاستثمار التأمينات في تمويل التعليم العالي السعودي، دراسة علمية مقدمة إلى قسم الإدارة التربوية والتخطيط كمتطلب تكميلي لنيل درجة الدكتوراه في الإدارة التربوية والتخطيط، كلية التربية، جامعة أم القرى، السعودية، 2012.
147. عبد الكريم بعداش؛ الإستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الإقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية -تخصص: نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
148. علي حامدي؛ أثر جودة المعلومات المحاسبية على صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية- دراسة حالة مؤسسة مطاحن الأوراس باتنة "الوحدة الإنتاجية التجارية-آريس-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير- تخصص: محاسبة، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2010-2011.
149. عمار زودة؛ الدور الإقتصادي لسوق الأوراق المالية وآفاق تطويرها في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، 2017.
150. عمر عبو؛ الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار-دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016.

151. غدير بنت سعد الحمود؛ العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود - السعودية، 2004.
152. كهينة رشام؛ واقع وأفاق الربط بين الأسواق المالية العربية في ظل التكامل الإقتصادي العربي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية - تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، جامعة بومرداس، 2008-2009.
153. محمد سعدوني؛ الوحدة النقدية وإشكالية تكامل أسواق رأس المال بدول مجلس التعاون الخليجي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تحليل اقتصادي، جامعة تلمسان، 2014-2015.
154. محمد سعيد أبو وطفة؛ دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفاعلية الاستثمارات المالية-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.
155. محمد يوسف عنتر الفالوجي؛ اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف-دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لسنة 2004-2005، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية- غزة، 2007.
156. مريم باي؛ السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2007-2008.
157. منال محمد تيسير سرور؛ العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية-دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، مذكرة ماجستير في الأسواق المالية، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، 2014.
158. مونية سلطان؛ كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الإقتصاد الوطني-دراسة حالة بورصة ماليزيا، أطروحة شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة بسكرة، 2014-2015.
159. نادية العقون؛ العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج "دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: إقتصاد التنمية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2012-2013.
160. ناصر محمد علي الهلي؛ خصائص المعلومات المحاسبية وأثرها في اتخاذ القرارات -دراسة حالة مؤسسة اقتصادية-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير-تخصص: محاسبة، جامعة الحاج لخضر-باتنة، 2008-2009.
161. ناهض خضر أبو الضيف؛ أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.

162. نبيل خليل طه سمور؛ سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، 2007.
163. نسرین بوزاهر؛ تمويل الاستثمارات السياحية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر-بسكرة-، 2005-2006.
164. نصر الدين بن مسعود؛ دراسة وتقييم المشاريع الإستثمارية مع دراسة حالة شركة الإسمنت ببني صاف S.CI.BS، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية- تخصص: بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2009-2010.
165. نصر الدين نمري؛ الموازنة الإستثمارية ودورها في ترشيد الإنفاق الإستثماري -دراسة حالة مشروع كهربة السكك الحديدية لضاحية الجزائر العاصمة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة أمحمد بوقرة -بومرداس-، 2008-2009.
166. هاني أنور صالحه؛ شركات الوساطة وأثرها على تنمية سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، غزة، فلسطين، 2007.
- التقارير والنشرات:
167. الإستثمار كابيتال؛ التقرير السنوي عن مؤشر سوق الأسهم السعودي، مارس 2018.
168. إضاءات، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد الثاني، الكويت، ديسمبر 2009-يناير 2010.
169. تحليل الأسواق المالية؛ سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
170. التقرير الإحصائي السنوي، مؤسسة النقد العربي السعودي 2017.
171. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2015.
172. التقرير الإقتصادي العربي الموحد 2016.
173. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2007.
174. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2008.
175. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2009.
176. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2010.
177. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2011.
178. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2012.
179. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2013.
180. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2014.

181. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2015.
182. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2016.
183. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الملاحق الإحصائية، صندوق النقد العربي 2017.
184. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2010.
185. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2011.
186. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2012.
187. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2013.
188. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2014.
189. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2015.
190. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2016.
191. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، الفصل السابع: التطورات النقدية والمصرفية وفي أسواق المال في الدول العربية 2017.
192. التقرير الإقتصادي العربي الموحد، صندوق النقد العربي والصندوق العربي للإنماء الإقتصادي والاجتماعي، سبتمبر 2000.
193. التقرير السنوي لبورصة الكويت 2016.
194. التقرير السنوي لبورصة عمان 2016.
195. التقرير السنوي لسوق الخرطوم للأوراق المالية 2016.
196. التقرير السنوي لسوق دبي المالي 2016.
197. التقرير السنوي للسوق المالية السعودية "تداول" 2017، على الموقع: [www.tadawul.com](http://www.tadawul.com).
198. جدوى للإستثمار؛ التغييرات الأخيرة التي أجرتها هيئة السوق المالية والمرتبطة ب"تداول"، على الموقع: <http://www.jadwa.com>.
199. الدورة التحضيرية لاختبار تداول؛ الإصدار: 11 - 2012/12/12.

200. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2007.
201. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2008.
202. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2009.
203. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2010.
204. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2011.
205. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2012.
206. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2013.
207. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2014.
208. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2015.
209. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2016.
210. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الرابع 2017.
211. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الثالث 2017.
212. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الثاني 2017.
213. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية الربع الأول 2017.
214. محمد شاكر؛ المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها، هيئة الأوراق المالية والسّلع دولة الامارات العربية المتحدة، أبوظبي، لا توجد سنة النشر.
215. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2005.
216. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2008.
217. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2010.
218. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، 2017.
219. هيئة السوق المالية السعودية؛ الإستثمار في سوق الأسهم، الرياض، المملكة العربية السعودية، لا توجد سنة النشر.

#### المنشورات:

220. عبد الرزاق كبوط، محاضرة منشورة بعنوان: نظرية المحفظة المالية لماركويتز Markwitz (العلاقة - عائد مخاطرة ) ، في مقياس النظرية المالية. ألقيت على طلبة السنة الثالثة مالية، ليسانس -النظام الكلاسيكي. للموسم الجامعي: 2009-2010.
- المراجع باللغة الأجنبية:

222. Dominique Plihon , *Les enjeux de la globalisation financière*, Casbah , Alger, 1997.

223. Martin P. et Hélène R., **Globalization and emerging markets**, CPRE DP 3378, London, 2002.

المواقع الإلكترونية:

224. إبراهيم عبد الرحمن القاضي، كيف يتم حساب مؤشر الأسهم، <http://www.alriyadh.com/61146>، تاريخ التصفح: 2018/05/07.
225. إبراهيم نافع قوشجي؛ العائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية، <http://www.arabesquesociety.com>، تاريخ التصفح: 2016/01/24.
226. أسار فخري عبد اللطيف؛ دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، [elibrary.medi.u.edu.my/books](http://elibrary.medi.u.edu.my/books)، تاريخ التصفح: 24/04/2016.
227. استثمر بذكاء، <http://www.invest-smartly.com>، تاريخ التصفح: 2018/05/04.
228. الأسهم السعودية تداول، <https://trading-secrets.guru>، تاريخ التصفح: 2018/04/08.
229. باسل خاتون، مدير الإستثمار، أسهم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في فرانكلين تمبلتون للإستثمار (الشرق الأوسط)، <http://arabic.arabianbusiness.com>، تاريخ التصفح: 2018/04/08.
230. تداول، <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawu>، تاريخ التصفح: 2018/05/04.
231. التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما، <https://www.argaam.com>، تاريخ التصفح: 2018/04/08.
232. خالد بن عبد الله الحصان، المدير التنفيذي لـ: «تداول»، <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ النشر: الأربعاء 10 يناير 2018 16:00، تاريخ التصفح: 2018/03/25.
233. السعودية تستهدف رفع ملكية الأجانب لـ 25% من قيمة الأسهم، <http://www.alarabiya.net>، تاريخ التصفح: 2018/04/08.
234. السوق المالية السعودية " تداول"، <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ التصفح: 2018/03/26.
235. السوق المالية السعودية «تداول» تقع في قلب رؤية المملكة 2030؛ <http://www.al-jazirah.com>، تاريخ النشر: 2017/10/25، تاريخ التصفح: 2018/03/25.
237. السوق المالية السعودية اليوم، <https://trading-secrets.guru>، تاريخ التصفح: 2018/04/08.
238. صحيفة العرب، العدد: 10518، ص: 11، نشر في 2017/01/20، <http://www.alarabonline.org/article>.

239. صندوق النقد العربي، بيان موجز عن تطورات أداء أسواق المال العربية خلال عام 2015، <http://www.amf.org.ae/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/23.
240. عبد القادر ديون ومحمد الهاشمي حجاج؛ أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، univ-ouargla.dz، تاريخ التصفح: 2017/02/07.
241. العربي الجديد، <https://www.alaraby.co.uk/economy>، تاريخ التصفح: 2018/02/03.
242. فهد بن عبد الله الحويمانى، [www.alarabiya.net](http://www.alarabiya.net)، تاريخ التصفح: 2016/05/04.
243. محمد الشميمري؛ أنواع المخاطرة في الإستثمار، <http://alphabeta.argaam.com>، تاريخ التصفح: 2017/02/02.
244. مستر ترند؛ أنواع القرارات الإستثمارية، <http://www.my.mec.biz>، تاريخ التصفح: 2017/02/06.
245. موقع إتحاد البورصات العربية، <http://www.arab-exchanges.org>، تاريخ التصفح: 2018/02/07.
246. موقع إتحاد المصارف العربية، <http://www.uabonline.org>، تاريخ التصفح: 2018/01/12.
247. موقع أطلس بيانات العالم: <http://ar.knoema.com/atlas/ranks>، تاريخ التصفح: 2017/12/25.
248. موقع البنك الدولي: <http://databank.albankaldawli.org>، تاريخ التصفح: 2017/12/27.
249. الموقع الرسمي لبورصة عمان، <https://www.ase.com.jo/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/10.
250. موقع بورصة الجزائر، <http://www.sgbv.dz/ar>، تاريخ التصفح: 2018/01/15.
251. موقع بورصة الكويت، <http://www.boursakuwait.com>، تاريخ التصفح: 2018/01/07.
252. موقع بورصة بيروت، <http://www.bse.com.lb>، تاريخ التصفح: 2018/01/13.
253. موقع بورصة تونس، <http://www.bvmt.com.tn>، تاريخ التصفح: 2018/01/13.
254. موقع بورصة فلسطين، <http://www.pex.ps>، تاريخ التصفح: 2018/01/07.
255. موقع بورصة قطر: <https://www.qe.com.qa>، تاريخ التصفح: 2018/01/07.
256. موقع بورصة مصر، <http://www.egx.com.eg>، تاريخ التصفح: 2018/01/10.
257. موقع سوق دبي المالي، <http://www.dfm.ae>، تاريخ التصفح: 2018/01/10.
258. موقع سوق مسقط للأوراق المالية، <https://www.msm.gov.om>، تاريخ التصفح: 2018/01/11.

259. هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، <https://cma.org.sa/RulesRegulation>، تاريخ التصفح: 2018/03/18.
260. ياسين خلف الجميلي، أهمية المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، <https://kitabab.com>، تاريخ التصفح: 2017/02/07.
261. الموقع: <http://www.syr-res.com/article/8293.html>، تاريخ التصفح: 2016/09/19.
262. الموقع: <http://www.hrdiscussion.com>، تاريخ التصفح: 2016/04/15.
263. الموقع: <http://www.gulfbase.com>، تاريخ التصفح: 2017/02/02.
264. الموقع: <http://thenewkhalij.news/ar>، تاريخ التصفح: 2017/10/12.
265. الموقع: <http://www.alittihad.ae>، تاريخ التصفح: 2017/12/22.
266. الموقع: <http://www.isx-karmal.com>، تاريخ التصفح: 2018/01/15.
267. الموقع: <https://www.mubasher.info>، تاريخ التصفح: 2018/05/05.

# الملاحق



الملحق رقم (02): إختبارات فيليبس بيرون على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

: Andrews.أ

Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 5.58 (Andrews automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 5.63 (Andrews automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.165809	0.6264	Phillips-Perron test statistic	-2.238887	0.1926
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-2.565805		1% level	-3.432541	
5% level	-1.940939		5% level	-2.862394	
10% level	-1.616622		10% level	-2.567269	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Residual variance (no correction)	0.000195		Residual variance (no correction)	0.000195	
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000245		HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000246	

Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5.63 (Andrews automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.265083	0.4525
Test critical values:		
1% level	-3.961387	
5% level	-3.411445	
10% level	-3.127577	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Residual variance (no correction)	0.000195	
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	0.000246	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

ب. Newer-West :

Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-0.165839	0.6264	Phillips-Perron test statistic	-2.238868	0.1926
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-2.565805		1% level	-3.432541	
5% level	-1.940939		5% level	-2.862394	
10% level	-1.616622		10% level	-2.567269	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.			*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Residual variance (no correction)		0.000195	Residual variance (no correction)		0.000195
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.000245	HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.000246

Null Hypothesis: LOGTASI has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 6 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.265074	0.4525
Test critical values:		
1% level	-3.961387	
5% level	-3.411445	
10% level	-3.127577	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Residual variance (no correction)		0.000195
HAC corrected variance (Bartlett kernel)		0.000246

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

الملحق رقم (03): إختبار (KPSS) على سلسلة لوغاريتم مؤشر السوق المالية السعودية

Null Hypothesis: LOGTASI is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 41 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		Null Hypothesis: LOGTASI is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 41 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	
LM-Stat.		LM-Stat.	
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.561890	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic	0.440329
Asymptotic critical values*:		Asymptotic critical values*:	
1% level	0.739000	1% level	0.216000
5% level	0.463000	5% level	0.146000
10% level	0.347000	10% level	0.119000
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)		*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)	
Residual variance (no correction)	0.034727	Residual variance (no correction)	0.034463
HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.383093	HAC corrected variance (Bartlett kernel)	1.371674

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

الملحق رقم (04): اختبارات ديكي فولر المطور على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=27)		Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=27)	
t-Statistic		t-Statistic	
Prob.*		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-47.30102	0.0000	
Test critical values:			
1% level	-3.961388	-3.432542	
5% level	-3.411445	-2.862394	
10% level	-3.127578	-2.567269	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 14:47 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments		Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 14:49 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments	
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
RT(-1)	-0.898336	0.018992	-47.30102
C	-8.80E-05	0.000531	-0.165686
@TREND("1/06/2007")	4.80E-08	3.35E-07	0.143252
			Prob.
			0.0000
			0.8684
			0.8861

Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: None Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=27)		t-Statistic		Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-47.31781	0.0001			
Test critical values:					
1% level	-2.565805				
5% level	-1.940939				
10% level	-1.616622				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.					
Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 14:52 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
RT(-1)	-0.898320	0.018985	-47.31781	0.0000	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

الملحق رقم (05): اختبارات اختبار فيليبس وبيرون على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

: Andrews.أ

Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: None Bandwidth: 0.53 (Andrews automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 0.529 (Andrews automatic) using Bartlett kernel				
					Adj. t-Stat    Prob.*				
<b>Phillips-Perron test statistic</b>					<b>-47.31781    0.0001</b>				
Test critical values:					1% level    -2.565805				
					5% level    -1.940939				
					10% level    -1.616622				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					0.000193				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.000193				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:25 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments					Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:27 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT(-1)	-0.898320	0.018985	-47.31781	0.0000	RT(-1)	-0.898324	0.018988	-47.30930	0.0000
					C	-2.21E-05	0.000265	-0.083269	0.9336

Null Hypothesis: RT has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 0.529 (Andrews automatic) using Bartlett kernel									
					Adj. t-Stat    Prob.*				
<b>Phillips-Perron test statistic</b>					<b>-47.30102    0.0000</b>				
Test critical values:					1% level    -3.961388				
					5% level    -3.411445				
					10% level    -3.127578				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.									
Residual variance (no correction)					0.000193				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.000193				
Phillips-Perron Test Equation Dependent Variable: D(RT) Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:30 Sample (adjusted): 1/08/2007 12/31/2017 Included observations: 2743 after adjustments									
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RT(-1)	-0.898336	0.018992	-47.30102	0.0000					
C	-8.80E-05	0.000531	-0.165686	0.8684					
@TREND("1/06/2007")	4.80E-08	3.35E-07	0.143252	0.8861					

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews



الملحق رقم (06): إختبار (KPSS) على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

: Andrews.أ

Null Hypothesis: RT is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 5.58 (Andrews automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: RT is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5.58 (Andrews automatic) using Bartlett kernel				
					LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic					0.057689				
Asymptotic critical values*:					1% level				
					0.739000				
					5% level				
					0.463000				
					10% level				
					0.347000				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)									
Residual variance (no correction)					0.000195				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.000245				
KPSS Test Equation Dependent Variable: RT Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:41 Sample (adjusted): 1/07/2007 12/31/2017 Included observations: 2744 after adjustments					KPSS Test Equation Dependent Variable: RT Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:38 Sample (adjusted): 1/07/2007 12/31/2017 Included observations: 2744 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.56E-05	0.000267	-0.133428	0.8939	C	-0.000142	0.000534	-0.266035	0.7902
					@TREND("1/06/2007")	7.75E-08	3.37E-07	0.230169	0.8180

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

: Newer-West.ب

Null Hypothesis: RT is stationary Exogenous: Constant Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel					Null Hypothesis: RT is stationary Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				
					LM-Stat.				
Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin test statistic					0.057737				
Asymptotic critical values*:					1% level				
					0.739000				
					5% level				
					0.463000				
					10% level				
					0.347000				
*Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (1992, Table 1)									
Residual variance (no correction)					0.000195				
HAC corrected variance (Bartlett kernel)					0.000245				
KPSS Test Equation Dependent Variable: RT Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:44 Sample (adjusted): 1/07/2007 12/31/2017 Included observations: 2744 after adjustments					KPSS Test Equation Dependent Variable: RT Method: Least Squares Date: 10/13/18 Time: 15:45 Sample (adjusted): 1/07/2007 12/31/2017 Included observations: 2744 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.56E-05	0.000267	-0.133428	0.8939	C	-0.000142	0.000534	-0.266035	0.7902
					@TREND("1/06/2007")	7.75E-08	3.37E-07	0.230169	0.8180

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews

الملحق رقم (07): إختبار BDS على سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية

Dimension	BDS Statistic	Std. Error	z-Statistic	Prob.
2	0.029545	0.002114	13.97714	0.0000
3	0.064389	0.003367	19.12465	0.0000
4	0.090430	0.004020	22.49594	0.0000
5	0.106879	0.004202	25.43681	0.0000
6	0.117406	0.004064	28.88801	0.0000
7	0.121158	0.003736	32.43159	0.0000
8	0.120473	0.003312	36.37088	0.0000
9	0.117563	0.002859	41.11988	0.0000
10	0.112330	0.002417	46.47527	0.0000
11	0.106525	0.002010	53.00297	0.0000
12	0.099977	0.001649	60.63496	0.0000
13	0.093362	0.001338	69.79364	0.0000
14	0.086710	0.001075	80.65266	0.0000
15	0.080340	0.000857	93.72582	0.0000
Raw epsilon		0.015335		
Pairs within epsilon		5303526.	V-Statistic	0.704363
Triples within epsilon		1.14E+10	V-Statistic	0.551481

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS9**

الملحق رقم (08): إختبار نسبة التباين لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية

Joint Tests	Value	df	Probability	
Max  z  (at period 2)*	10.48187	2743	0.0000	
Individual Tests				
Period	Var. Ratio	Std. Error	z-Statistic	Probability
2	0.534975	0.044365	-10.48187	0.0000
4	0.281617	0.078874	-9.108006	0.0000
8	0.142413	0.117416	-7.303823	0.0000
16	0.068443	0.163338	-5.703257	0.0000
*Probability approximation using studentized maximum modulus with parameter value 4 and infinite degrees of freedom				
Test Details (Mean = 9.69693815059e-06)				
Period	Variance	Var. Ratio	Obs.	
1	0.00035	--	2743	
2	0.00019	0.53497	2742	
4	9.9E-05	0.28162	2740	
8	5.0E-05	0.14241	2736	
16	2.4E-05	0.06844	2728	

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي **evIEWS 9**

الملحق رقم (09): جدول التوزيع لديكي فولر

		فرضية الجذر الأحادي: $H_0: \rho = 1 / H_1:  \rho  < 1$ الفرضيات المشتركة:								
		الفرضية الأولى: $H_0^1: (\gamma; \rho) = (0; 1) \sim \Phi_1$ الفرضية الثانية: $H_0^2: (\lambda; \gamma; \rho) = (0; 0; 1) \sim \Phi_2$ الفرضية الثالثة: $H_0^3: (\lambda; \gamma; \rho) = (\lambda; 0; 1) \sim \Phi_3$								
		المعادن الثلاثة لديكي فولر البسيط: النموذج الأول: $x_t = \rho x_{t-1} + \varepsilon_t$ النموذج الثاني: $x_t = \rho x_{t-1} + \gamma + \varepsilon_t$ النموذج الثالث: $x_t = \rho x_{t-1} + \delta t + \lambda + \varepsilon_t$								
جدول التوزيع لـ $t_{\tau}$										
		مستوى الدلالة أو القوة ( $\alpha$ )								
عدد المشاهدات		0.01	0.025	0.05	0.10	0.90	0.95	0.975	0.99	
$n$										
النموذج الأول	025	-2.66	-2.26	-1.95	-1.60	0.92	1.33	1.70	2.16	
	050	-2.62	-2.25	-1.95	-1.61	0.91	1.31	1.66	2.08	
	100	-2.60	-2.40	-1.95	-1.61	0.91	1.29	1.64	2.03	
	250	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.29	1.63	2.01	
	500	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.28	1.62	2.00	
	$\infty$	-2.58	-2.23	-1.95	-1.62	0.89	1.28	1.62	2.00	
النموذج الثاني	025	-3.75	-3.33	-3.00	-2.63	-0.37	0.00	0.34	0.72	
	050	-3.58	-3.22	-2.93	-2.60	-0.40	-0.03	0.29	0.66	
	100	-3.51	-3.17	-2.89	-2.58	-0.42	-0.05	0.26	0.63	
	250	-3.46	-3.14	-2.88	-2.57	-0.42	-0.06	0.24	0.62	
	500	-3.44	-3.13	-2.87	-2.57	-0.43	-0.07	0.24	0.61	
	$\infty$	-3.43	-3.12	-2.86	-2.57	-0.44	-0.07	0.23	0.60	
النموذج الثالث	025	-4.38	-3.95	-3.60	-3.24	-1.14	-0.80	-0.50	-0.15	
	050	-4.15	-3.80	-3.50	-3.18	-1.19	-0.87	-0.58	-0.24	
	100	-4.04	-3.73	-3.45	-3.15	-1.22	-0.90	-0.62	-0.28	
	250	-3.99	-3.69	-3.43	-3.13	-1.23	-0.92	-0.64	-0.31	
	500	-3.98	-3.68	-3.42	-3.13	-1.24	-0.93	-0.65	-0.32	
	$\infty$	-3.96	-3.66	-3.41	-3.12	-1.25	-0.94	-0.66	-0.33	